

8 | CAPITAL DE RISCO E FINANCIAMENTO AO EMPREENDEDORISMO INOVADOR

Rodrigo da Silva Santos*

Flavio de Souza Marinho**

Mônica Mac-Allister***

Resumo

Uma das maiores dificuldades encontradas por quem trabalha com inovação é a disponibilidade de recursos para investir no projeto. Alguns empreendedores afirmam que falta capital. Por outro lado, os investidores de risco, pessoas e/ou empresas que disponibilizam recursos para ideias inovadoras, afirmam que sobram recursos e faltam projetos viáveis para serem investidos. Assim, este artigo tem como intuito discutir a oferta e a demanda de capital de risco no Brasil, bem como apresentar a importância da utilização deste tipo de capital no fomento de empreendimentos inovadores.

Palavras-chave: Empreendedorismo. Capital de risco. Inovação. Financiamento.

Abstract

One of the main difficulties faced by those who work with innovation is resources availability for project investment. Some entrepreneurs state that there is capital scarcity. Furthermore, risk investors, persons and/or firms that finance innovative ideas, affirm that resources are abundant but there are few viable projects to be invested. Therefore, this article has the intention to discuss the supply and demand of venture capital in Brazil as well as to demonstrate the importance of using this kind of capital in the promotion of innovative ventures.

Keywords: Entrepreneurship. Risk Capital. Innovation. Financing.

* Graduado em Administração (bacharelado) pela Universidade Salvador (UNIFACS). Graduando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). E-mail: rodrigo-ssantos@hotmail.com.br

** Mestre em Administração pela Universidade Salvador (UNIFACS), Especialista em Marketing pela Escola Superior de Propaganda e Marketing, SP, e Graduado em Comunicação Social pela Universidade Católica do Salvador. E-mail: flaviosmarinho@gmail.com

*** Doutora em Administração, Mestre em Arquitetura e Urbanismo, e Graduada em Arquitetura, pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). E-mail: monica.macallister@unifacs.br

Introdução

Drucker (1987, p.25) afirma que “[...] a inovação é o instrumento específico dos empreendedores, o meio pelo qual eles exploram a mudança como uma oportunidade para um negócio diferente ou um serviço diferente”. Entretanto, para que surjam esses empreendimentos inovadores, são necessários aportes de capital que nem sempre são conseguidos nas formas tradicionais de financiamento. Primeiro, porque esses negócios envolvem um alto grau de risco; segundo, por causa do tempo de recuperação do capital investido (CAMPOS; BARBIERI, 2002). Sendo assim, uma das soluções que tem se mostrado útil para quem trabalha com inovação é a utilização do capital de risco (TITERICZ, 2003).

Segundo a Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores (Anprotec) e Serviço Nacional de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae), o capital de risco é um “[...] investimento temporário em empresas emergentes com evidente potencial de crescimento” (ANPROTEC; SEBRAE, 2002, p. 34). Ou seja, “[...] é uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco, em troca da perspectiva de um alto retorno no futuro” como conceitua Gorgulho (1996, p. 64-65).

Os investimentos em capital de risco são muitas vezes classificados de acordo com o estágio de desenvolvimento das empresas investidas (KAMEYAMA, 2001). No estágio de concepção do negócio são disponibilizados recursos para o desenvolvimento da ideia e para o estudo da viabilidade. Já no estágio de *startup* são disponibilizados recursos para a elaboração de protótipo, constituição da empresa e aquisição de infra-estrutura e equipamentos. Nos estágios iniciais são disponibilizados recursos para as primeiras comercializações, enquanto no estágio de expansão, os investimentos são direcionados para o crescimento contínuo da empresa. Por fim, no estágio de maturidade, os investimentos são direcionados para a consolidação do mercado da empresa investida (CALAZANS, 2004).

Segundo Titericz (2003), com o investimento por meio do capital de risco, o empreendedor não apenas levanta capital para ser aplicado no empreendimento, como também ganha um sócio, que colabora na tomada de decisões estratégicas para o negócio.

Nos Estados Unidos, a atividade de capital de risco existe há mais de 50 anos, a despeito de seu desenvolvimento ser recente em outras partes do mundo. Na Europa, só foi a partir da década de 1980 que esse tipo de investimento obteve um crescimento acentuado, com destaque para a França e o Reino Unido (CARLOS, 2004). Nos países subdesenvolvidos, entretanto, o capital de risco tem pouca participação, dentre outros motivos, pela falta de opções de desinvestimento e de infra-estrutura legal satisfatória e pela inadequação de regimes fiscais (SAGARI; GUIDOTTI, 1992 apud GORGULHO, 1996).

Diante do questionamento sobre o investimento com recursos de capital de risco, Ribeiro (2005) levantou diversos estudos que procuram identificar as causas

da variação do tamanho da indústria de PEVC de um país para outro. Uma dessas abordagens é a macroeconômica, a qual “[...] procura verificar o impacto de fatores do mercado financeiro, da atividade empreendedora e inovativa e do mercado de trabalho” (RIBEIRO, 2005, p.13). De acordo com essa teoria, os fatores são divididos entre oferta e demanda de capital. Os fatores de demanda referem-se “[...] ao número e qualidade dos empreendedores dispostos a obter capital” (RIBEIRO, 2005, p. 13). Já os fatores de oferta referem-se aos motivos que levam os empreendedores a investirem mais recursos em operações de capital de risco.

Em relação à oferta de financiamento de risco, no Brasil, segundo Campos e Barbieri (2002), a pouca disponibilidade torna-se um fator limitante para a expansão e o crescimento de empresas de base tecnológica. Os autores mencionam ainda que essa situação “[...] reflete o comportamento de uma economia cheia de sobressaltos que transforma em risco até mesmo as atividades seguras, o que dirá para as atividades ligadas às inovações em áreas de desenvolvimento recente” (CAMPOS; BARBIERI, 2002, p. 8). Apesar disso, pesquisa recente feita pelo Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas (GVCEPE) e pelo Instituto Endeavor, identificou que as empresas gestoras de *venture* capital aumentaram o comprometimento de recursos da ordem de US\$ 5,58 bilhões em 2004, para US\$ 16,7 bilhões em 2007 (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Por outro lado, alguns administradores de risco afirmam que encontram dificuldades em identificar projetos promissores no país. É o caso da Votorantim Novos Negócios que, no ano de 2000, quando resolveu entrar nesse ramo, possuía US\$ 300 milhões para realizar investimentos e hoje, sete anos após, nem metade desses recursos foi investido (SIMÕES, 2007).

No tocante à demanda, administradores de fundos de capital de risco afirmam que faltam boas propostas no Brasil. É por esse motivo que a questão da disponibilidade de capital de risco pode estar relacionada com a motivação do empreendedor. Segundo o GEM (2006), apesar de o Brasil apresentar uma das maiores taxas de empreendedorismo do mundo, ainda é grande o número de pessoas que empreendem por necessidade. De acordo com a pesquisa, no Brasil, para cada um empreendedor por oportunidade há um por necessidade. O GEM (2006) destaca ainda que a taxa de empreendedorismo da população brasileira é de 11,7%, o que corresponde a, aproximadamente, 13,7 milhões de empreendedores, dos quais 6% empreendem por oportunidade e 5,6% por necessidade. Com tais percentuais, o país ocupa a 20ª posição no que se refere ao empreendedorismo por oportunidade e a 6ª colocação no que tange ao empreendedorismo por necessidade.

Assim, este artigo tem como objetivo refletir sobre a importância da utilização do capital de risco como meio de estimular empreendimentos inovadores. Além

disso, pretende levantar o questionamento sobre a oferta de recursos *versus* a demanda qualificada por projetos de empreendimentos baseados em inovações.

Empreendedorismo inovador

Segundo Schumpeter (1998 apud SOUZA, E.; SOUZA, C., 2006), o empreendedorismo pode ser definido como a procura de novos caminhos, com o intuito de alcançar um diferencial competitivo, criando um empreendimento para aproveitar uma oportunidade de negócio, de maneira inovadora.

Para Timmons (1990 apud DORNELAS, 2001, p. 19): “[...] o empreendedorismo é uma revolução silenciosa que será para o século XXI mais do que a revolução industrial foi para o século XX”. Neste mesmo sentido, Dornelas (2001) menciona que o momento ora vivido pode ser chamado de “a era do empreendedorismo”, porquanto nunca tivemos tantas inovações em curto espaço de tempo. Estas inovações mudam o comportamento e o estilo de vida das pessoas e são definidas por Luecke (2003 apud BENEDETTI; REBELO; REYES, 2005, p. 5) como “[...] a incorporação e combinação de conhecimentos em algo original, relevante, como um novo produto, processo ou serviço”.

É por esse motivo que Schlemm (2007, p. 9) considera que a inovação e o empreendedorismo “[...] são freqüentemente vistos como processos interativos indutores de mudanças e rupturas essenciais ao desenvolvimento”. Ainda segundo o autor, os países que têm mostrado maior competitividade internacionalmente são aqueles nos quais o empreendedorismo encontra espaço para crescer, mediante inovações que permitem criar novos mercados e aplicar avanços tecnológicos no atendimento às crescentes necessidades sociais.

Benedetti, Rebello e Reyes (2005) mencionam que na literatura são difundidos dois tipos de inovação: radical e incremental. Como os próprios nomes já mencionam, a inovação radical é aquela que introduz algo totalmente novo, enquanto a incremental introduz melhorias em algo já existente.

Segundo Schlemm (2007), no Brasil, a capacidade inovadora dos negócios é baixa, devido a três principais fatores: o contexto socioeconômico, a estrutura do mercado e o sistema nacional de inovação. O primeiro fator diz respeito ao fato de o Brasil possuir alta taxa de desemprego e baixo nível de renda, o que faz com que os empreendedores não se preocupem com inovação e sim com a busca de trabalho e renda. O segundo fator refere-se ao fato de a maioria dos empreendimentos brasileiros utilizarem tecnologias disponíveis e produzirem produtos e serviços já conhecidos e, portanto, possuírem muitos concorrentes no mercado. Assim, a competição se dá pelo preço em detrimento de diferenciação e qualidade. Por fim, o terceiro fator diz respeito ao fato de o sistema de inovação brasileiro encontrar-se em estágio inicial de desenvolvimento, principalmente no que tange à cooperação entre universidades e empresas e ao aumento de investimentos em inovação por parte do governo.

Segundo Dolabela (2001), para que o empreendedorismo floresça e, conseqüentemente, promova o desenvolvimento econômico de um país, é necessário que na sua base existam líderes empreendedores. Estes são definidos por Chiavenato (2004) como não apenas fundadores de novas empresas ou negócios, mas responsáveis pela energia da economia, a alavanca de recursos, o impulso de talentos, a dinâmica de ideias.

Assim, com tamanha importância, muitos estudos têm sido realizados com o intuito de identificar quais as características que faz um empreendedor ter sucesso e outros não. Apoiando-se nas pesquisas de Timmons (1994 apud DOLABELA, 1999), Hornarday (1982 apud DOLABELA, 1999) e Dornelas (2001), pode-se mencionar que o empreendedor bem sucedido é um ser visionário que sabe tomar decisões acertadas em momentos oportunos; é um trabalhador incansável; como também líder e formador de equipes e bem relacionado; otimista e apaixonado pelo que faz; por possuir conhecimentos no ramo em que atua, sabe buscar, utilizar e controlar os recursos de forma otimizada, sem desconsiderar os riscos envolvidos nas operações. Vale ressaltar que segundo essas pesquisas o empreendedor de sucesso mantém um elevado nível de consciência do ambiente em que vive, assim como aprende com os próprios erros e aceita o dinheiro como uma conseqüência de seu desempenho.

Chiavenato (2004), por sua vez, menciona que as características básicas do espírito empreendedor são: necessidade de realização, disposição para assumir riscos e autoconfiança. Por outro lado, Benedetti, Rebello, Reyes (2005) afirmam que os autores têm buscado identificar um perfil que seja atribuído aos empreendedores. Já Filion (1999) considera essa identificação algo difícil e complexo de se atingir, devido ao fato de haver diferenças de amostras e estas impactarem nos resultados.

Para Filion (1999) diversas disciplinas conceituam os empreendedores com enfoques diferenciados. O Quadro 1 apresenta algumas dessas diferenças.

Quadro 1

Visão sobre o empreendedor de acordo com diversos pesquisadores

Pesquisadores	Visão sobre o empreendedor
Economistas	São inovadores e podem ser vistos como forças direcionadoras de desenvolvimento
Comportamentalistas	Criativos, persistentes e líderes.
Engenheiros e Especialistas em Gerenciamento de Operações	Bons distribuidores e coordenadores de recursos.
Especialistas em Finanças	Capazes de calcular e medir riscos.
Especialistas em Gerenciamento	São organizadores competentes de suas atividades e recursos, desembaraçados e visionários.
Especialistas da Área de <i>Marketing</i>	Pessoas que identificam oportunidades se diferenciam dos outros e possuem o pensamento voltado para o consumidor.

Fonte: Filion (1999)

Outra consideração oportuna é sobre a relação das diferenças e similaridades entre o administrador e o empreendedor. De acordo com Stewart (1982 apud DORNELAS, 2001), o trabalho do administrador é semelhante ao do empreendedor, uma vez que compartilha de três características que se destacam: demandas, restrições e alternativas. As demandas detalham o que tem que ser feito; as restrições limitam o que se pode fazer; e, por último, as alternativas delineiam as opções do que fazer e de como fazer.

Dornelas (2001), entretanto, entende que o empreendedor tem algo mais do que os administradores. Além de o administrador ter a capacidade de administrar um negócio, ele possui características pessoais e comportamentais que o distinguem. Para o autor, todo empreendedor de sucesso é necessariamente um administrador, mas nem todo bom administrador é um empreendedor.

Além de muitos autores considerarem que o empreendedor difere do administrador, Smith (1967 apud CHIAVENATO, 2004) considera que os próprios empreendedores diferenciam-se no modo de fazer negócios e sugere um *continuum* com dois padrões básicos: empreendedores artesãos e empreendedores oportunistas. O empreendedor artesão é todo aquele que abre um negócio em decorrência da habilidade técnica que detém, mesmo possuindo pouco conhecimento de como gerir o negócio. Já o empreendedor oportunista é aquele que complementa sua educação técnica com o estudo de assuntos que o auxiliem no gerenciamento da empresa, tais como: administração, economia, legislação ou línguas. O Quadro 2 apresenta as diferenças entre os tipos de empreendedores.

Quadro 2

Diferenças entre empreendedor artesão e empreendedor oportunista

Abordagem quanto ao processo decisório	Empreendedor artesão	Empreendedor oportunista
Modo de conduzir a equipe	Paternalista.	Evita o paternalismo.
Delegação de poder	Reluta em delegar autoridade, é centralizador.	Delega autoridade às pessoas necessárias para o crescimento
Quantidade de fontes de capital utilizada para abrir a empresa	Uma ou duas fontes	Mais de duas
Planejamento	Voltado para o curto prazo, com pouco planejamento para o futuro do negócio.	Planeja o crescimento futuro dos negócios
Estratégia de <i>marketing</i>	Define em termos de preço tradicional, de qualidade e da reputação da empresa.	Emprega estratégias variadas.
Modo de gerenciar	Não dispõe de muita capacidade para avaliar o mercado, tomar decisões e gerir os negócios.	Utiliza sistema de registro e controle, orçamento apropriado, oferta precisa e pesquisa sistemática de mercado.

Fonte: Chiavenato (2004)

Nota-se que, a despeito de os empreendedores oportunistas terem conhecimentos técnicos nas áreas em que atuam, eles dispõem de pouca habilidade gerencial, a qual, se não for desenvolvida, pode tornar o empreendedor apenas um fornecedor de mão-de-obra ou de trabalho especializado. Por essa razão é que o ideal é caminhar e desenvolver-se sempre em direção do pólo do empreendedor oportunista, visto que este possui experiência e boa instrução para gerir o negócio (CHIAVENATO, 2004).

Motivação empreendedora

As razões que levam uma pessoa a empreender são diversas, contudo nota-se que muitas das características mencionadas sobre empreendedor de sucesso estão relacionadas ao empreendedor por oportunidade e não por necessidade. Esses dois conceitos de empreender foram criados pelo Global Entrepreneurship Monitor (GEM, 2007), instituição criada pela London Business School e pelo Babson College de Boston para comparar o grau de empreendedorismo entre 42 países. Segundo o GEM (2006), o empreendedorismo por oportunidade decorre da identificação por parte dos empreendedores de uma oportunidade de investir em um negócio que seja promissor, seja pelo fato de o mercado estar em crescimento, seja pelo fato de se buscar atender a uma demanda reprimida. Já o empreendedorismo por necessidade acontece quando um empreendedor busca, com o novo negócio, uma alternativa para trabalhar e, conseqüentemente, auferir uma renda. O estudo do GEM (2006) menciona que esse tipo de empreendedorismo apresenta maior percentual nos países de renda *per capita* média, como o Brasil, onde, para cada um empreendedor por oportunidade, existe um por necessidade.

É importante mencionar que, segundo a pesquisa do GEM, o Brasil ocupa a 10ª colocação global entre os países de renda média e para cada nove pessoas no país há um empreendedor, o que demonstra “[...] a disposição do brasileiro para empreender, apesar das restrições e condições adversas que encontra ao investir seu tempo, energia e recursos em busca da realização de seus sonhos” (GEM, 2006, p. 9).

Neste sentido, Fillion (2001) considera que a cultura brasileira é do empreendedor espontâneo e que o país tem uma riqueza ainda pouco explorada: o potencial empreendedor dos brasileiros. Para ele, o país é um dos poucos que têm poder para fazer uma grande explosão empreendedora; só precisa de estímulo.

Para o GEM (2006), de modo amplo, o empreendedor brasileiro sabe identificar boas oportunidades de negócios, sendo a busca de maior independência profissional e aumento na renda pessoal as principais razões que o motivam a empreender. Contudo, ao fazer a comparação do desempenho do Brasil com outros países da América Latina, o mesmo estudo do GEM (2006) demonstra diferenças significativas na motivação empreendedora. Na Argentina, por

exemplo, a taxa de empreendedorismo por necessidade gira em torno de 26%, o que é considerado baixo se comparado com o Brasil, que possui aproximadamente 50%. Já no Chile, a taxa de empreendedores ficou por volta de 9,2%, dos quais 6,6% empreendem por oportunidade e 2,6% por necessidade. Na Colômbia, a taxa de empreendedores iniciais está em torno de 22%, dos quais 61% empreendem por oportunidade e 39% por necessidade. E, por fim, o Peru apresenta a maior taxa de empreendedorismo do mundo: 40,2%, dos quais 74% são formados de pessoas que empreendem por oportunidade, enquanto 26% o fazem por necessidade.

Entretanto, a despeito do espírito empreendedor dos brasileiros, Filion (2001) menciona que o país tem que superar seis obstáculos para solidificar o empreendedorismo: melhorar a autoconfiança; desenvolver abordagens organizacionais e sociais próprias; tornar-se disciplinado; saber compartilhar; aumentar a confiança no brasileiro; e livrar-se da burocracia. O autor sugere que o principal meio para superar essa situação é a educação; esta pode transformar a economia de um país como o Brasil, que, não obstante todas as dificuldades, tem força para abrir um negócio.

Dolabela (2001) amplia o conceito de como propagar o empreendedorismo, mencionando que é necessário criar uma cultura empreendedora. Segundo o autor, a inserção do empreendedorismo no nível universitário é apenas umas das formas de se fazer isso. O autor apresenta nove sugestões para que tal cultura fosse disseminada no Brasil e, conseqüentemente, desse sustentação ao processo de desenvolvimento econômico.

A primeira sugestão é a propagação do ensino de empreendedorismo em todos os níveis educacionais, desde as primeiras séries até as universidades. O estímulo à pesquisa na área é a segunda sugestão apresentada pelo autor, o qual sugere a criação de um Congresso Brasileiro de Empreendedorismo, cuja missão seria reunir todos os participantes do processo empreendedor: pesquisadores, sistemas de suporte e os próprios empreendedores. A terceira e a quarta sugestões são complementares. Uma refere-se à sensibilização dos sistemas de suporte e das forças sociopolíticas e econômicas para a necessidade de apoio às empresas emergentes, e a outra tem relação com a implantação de políticas públicas e legislação de apoio. Já a quinta sugestão compreende o estímulo ao empreendedor-científico, para que, assim, ele possa identificar em seus estudos e pesquisas oportunidades de negócios. A sexta sugestão guarda certa relação com a quinta e trata do estímulo que tem de ser dado à criação de incubadoras e parques tecnológicos científicos. Outra proposta do autor é a preparação das empresas existentes para a formulação estruturada de suas demandas aos centros de alta tecnologia, sendo utilizada a metodologia de Planos de Negócios. A oitava sugestão menciona a importância de se preparar as pequenas empresas para a inserção no mercado mundial. Por fim, a última sugestão propõe a formação de um sistema brasileiro de capital de risco, que possibilite aos

investidores condições para investirem em empresas nascentes, geralmente de base tecnológica.

Financiamento ao empreendedorismo inovador

Uma das principais dificuldades encontradas pelos empreendedores no início de seus negócios é a obtenção de capital. Segundo Campos e Barbieri (2002), quando o negócio inovador é oriundo de uma empresa de pequeno e médio porte, a situação é mais difícil ainda, visto que muitas destas empresas não possuem garantias reais para oferecer aos financiadores. Titericz (2003) acrescenta que as empresas novas e inovadoras, por necessitarem de recursos expressivos para o desenvolvimento, não disporem de capital próprio suficiente, nem terem acesso a fontes externas de financiamento, acabam ficando encurraladas. Ao precisarem recorrer às fontes tradicionais de financiamento, as altas taxas de juros praticadas no Brasil aliada à exigência de garantias reais para a concessão dos empréstimos tornam o negócio inviável.

Assim é que o capital de risco surge como uma forma de levantar o capital necessário para operacionalizar o negócio. Segundo Gorgulho (1996, p. 64), o capital de risco é:

Uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas no que tangê a garantias, em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vistas a sua revenda e realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos.

O capital de risco, portanto, se diferencia do financiamento, visto que, além do dinheiro, o investidor contribui com conhecimentos e ajuda no gerenciamento da empresa (CARLOS, 2004). Segundo Titericz (2003, p.13-14), “[...] com o capital de risco a empresa recebe investimentos para se desenvolver, vendendo ações e ainda ganha um sócio, que pode trazer a sua experiência administrativa e compartilhar o risco do negócio”.

O capital de risco é dividido em três formas de financiamento: o capital semente (*Seed Capital*), o financiamento do capital inicial (*Startup*) e o financiamento do crescimento (*Expansion*). O capital semente é destinado a empresas que estão apenas no papel, ou seja, “[...] são recursos investidos no estágio pré-operacional da empresa para a elaboração de plano de negócios, construção de protótipo, desenvolvimento de pesquisa de mercado e contratação de executivos” (ANPROTEC; SEBRAE, 2007, p.34). Já o financiamento do capital inicial é o montante destinado àquelas empresas que já possuem o protótipo de um produto que está apto a ser comercializado. Por último, o financiamento de crescimento são fundos destinados a financiar o crescimento saudável da empresa.

Ribeiro (2005) amplia as formas de financiamento também de acordo com o nível de desenvolvimento das empresas. Além do *Seed Capital*, *Startup* e *Expansion*, o autor acrescenta o *Later Stage*, *Acquisition Finance*, *Management Buyout/in*, *Bridge Finance* e *Turnaround*. No estágio *Later Stage* são destinados recursos para empresas que já atingiram uma taxa de crescimento relativamente estável e apresentam um fluxo de caixa positivo. No *Acquisition Finance* são destinados recursos para empresas que tenham o intuito de adquirir uma terceira companhia. Já no *Management Buyout/in* são destinados recursos para que gestores internos ou externos possam adquirir o controle da empresa investida. No *Bridge Finance*, são destinados recursos destinados a empresas que buscam, em menos de um ano, abrir o capital, lançando ações em bolsas de valores. Por fim, no *Turnaround*, são destinados recursos para empresas que se encontram em dificuldades financeiras e/ou operacionais.

Segundo Gorgulho (1996), o capital de risco pode ser oferecido por meio de diversas estruturas organizacionais: públicas, privadas e investidores informais (*angels*). No segmento privado, apresentam-se os seguintes tipos de organizações: fundos de capital de risco (*venture capital limited partnerships*), companhias de capital de risco e subsidiárias corporativas. Os fundos de capital de risco são fundos dos quais fazem parte administradores e investidores; os últimos fornecem 99% do capital em troca de 80% dos ganhos de capital sobre os investimentos, enquanto os primeiros investem 1% do capital em troca de 15 a 25% dos ganhos. Dentre esses fundos estão: fundos de pensão, instituições públicas ou privadas e corporações ou indivíduos. Já nas companhias de capital de risco, o investidor é um acionista e, portanto, participa mais ativamente das decisões da empresa, haja vista que tem poder para eleger administradores, bem como tem uma atuação mais participativa na Diretoria ou Conselho Administrativo. E, por fim, as subsidiárias corporativas são subsidiárias e filiais de grandes instituições financeiras ou corporações industriais.

Os fundos de capital de risco, antes de investir em uma empresa, realizam um processo detalhado para analisar a viabilidade do investimento. Por meio de seus gestores, os fundos realizam práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento (SAHLMAN, 1990 apud RIBEIRO, 2005). Primeiramente, ocorre uma seleção inicial ou enquadramento (*Screening*), etapa na qual os investidores irão analisar aqueles negócios que se enquadram nas suas estratégias de investimento. Posteriormente, é feita a análise (*Due Diligence*), etapa na qual todos os detalhes propostos no plano de negócio são checados e analisados cuidadosamente. Se aprovado, passa-se para a etapa de estruturação e precificação, a qual trata do fechamento do contrato entre as partes interessadas. Após o fechamento do contrato, a quarta etapa é o acompanhamento (*follow-up*) dos negócios por parte dos investidores de risco. A última etapa é a saída ou desinvestimento, etapa em que tais investidores vendem suas participações no negócio e se retiram da sociedade (GORGULHO, 1996).

Segundo Dolabela (1999), os capitalistas de risco buscam, por meio da participação no capital da empresa investida, ter retornos elevados após, geralmente, o período de 5 a 10 anos, quando vendem as ações que adquiriram.

Carlos (2004) avalia que, no Brasil, cuja taxa básica de juros é alta, os capitalistas de risco esperam, com o investimento, obter uma taxa interna de retorno superior a 40% ao ano. É por esse motivo que, segundo Campos e Barbieri (2002), a despeito de o capital de risco poder ser disponibilizado para empresas maiores e de outros ramos de atividade, geralmente as que mais atraem os investidores são as pequenas e médias empresas de base tecnológica em período inicial de funcionamento. Os autores acrescentam ainda que o risco dos investimentos em inovações tecnológicas está relacionado com o grau de novidade. Logo, quanto maior o grau de novidade, maior o risco, como também maiores são as promessas de ganhos.

Gorgulho (1996) menciona que o capitalista de risco desempenha as seguintes atividades: análise da ideia sob as perspectivas tecnológicas e do negócio; contribuição na elaboração do plano de negócios e do programa de investimento; estimativa da razão risco/retorno do investimento; ajuda na formação de uma equipe de alto nível técnico e administrativo; ajuda na obtenção de financiamentos adicionais; participação como conselheiro ativo da equipe; ajuda no desenvolvimento de relações com os fornecedores e no *marketing* dos produtos, geralmente por meio de contatos pessoais e com outras empresas da carteira.

Nos Estados Unidos, a atividade de capital de risco (PE/VC) existe há mais de 50 anos. Atualmente, o país é líder em volume de investimentos, tendo uma larga vantagem em relação à Inglaterra, segunda colocada (CARLOS, 2004). De acordo com Ribeiro (2005), as empresas financiadas por PE/VC nos Estados Unidos terminaram o ano de 2003 sendo responsáveis por 10% dos empregos e 10% do PIB norte-americano. Ainda segundo o autor, “[...] quando comparadas às demais empresas, aquelas financiadas por PE/VC apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em relação ao ativo total” (TAYLOR et al., 2002 apud RIBEIRO, 2005, p. 8).

Por outro lado, nos países subdesenvolvidos, o investimento por meio de capital de risco ainda tem pouca participação (GORGULHO, 1996). No Brasil, segundo Carlos (2004), o capital de risco teve seu início em meados da década de 1970, com os investimentos realizados pelo BNDESPAR em favor de empresas de diversos portes, contudo só ganhou mais força em 1976, com a criação do Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (ADTEN), programa vinculado à Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

De acordo com Pavani (2003 apud CARLOS, 2004), em 1975, a iniciativa privada começou a atuar na área de capital de risco, com a criação da BrasilPar, contudo,

só em 1980, ela realmente se consolidou como uma empresa de capital de risco. Entretanto, a despeito de existirem empresas que trabalhavam com esse tipo de capital desde a década de 1970, só em 1994 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) — entidade responsável por regulamentar os fundos de investimentos e definir as regras de ingresso, saída, gerenciamento e responsabilidade dos fundos — baixou a Instrução CVM Nº. 209/94, que tratava do assunto (TITERICZ, 2003). Esta Instrução foi considerada um marco dessa atividade no país (CARLOS, 2004). Em 2003, a CVM baixou a instrução CVM Nº. 391/03, a qual passou a ser considerada o novo marco do capital de risco no Brasil.

Atualmente, existem poucos fundos de capital de risco no Brasil. Segundo Ribeiro (2005), são 65 organizações que trabalham com esse tipo de investimento, das quais 44 (67,9%) estão sediadas no estado de São Paulo e 16 (24,6%) no Rio de Janeiro. Portanto, 92,5% das organizações que investem em capital de risco estão sediadas no eixo Rio—São Paulo.

Ribeiro (2005) destaca ainda que, apesar de 99% do capital de PE/VC estar concentrado em organizações gestoras das cidades do Rio de Janeiro e São Paulo, não significa que todo o capital seja investido em empresas situadas nesses dois estados. As organizações paulistas e cariocas possuem escritórios em quatro regiões do país (Nordeste, Centro-Oeste, Sul e Sudeste), o que demonstra o interesse de investir em empresas de outras regiões. Contudo essa diversificação de investimentos ainda pode ser considerada tímida, uma vez que essas empresas não possuem escritórios na região Norte e, no Nordeste, são apenas dois os escritórios.

Dolabela (1999) menciona que entre os principais motivos dessa pequena quantidade de empresas que investem em capital de risco está o fato de as empresas investidas terem de ser Sociedade Anônima. Além disso, no país, a cultura do capital de risco está pouco disseminada, visto que, como afirmam Cruz, Videira e Xavier (2007), o empreendedor brasileiro não se conscientizou de que os investidores de risco podem agregar e adicionar valor à empresa e, mais, muitos sócios de empresas desconsideram o investimento de capital de risco, por terem dificuldades de compartilhar o poder de decisão.

Além disso, Gorgulho (1996) acrescenta que a situação conjuntural da economia, caracterizada pelas altas taxas de juros cobradas nos títulos públicos, a pequena quantidade de empresas que apresentam possibilidade de usufruto de altos retornos e a ausência de mecanismos regulatórios e fiscais que incentivem o desenvolvimento desta atividade são consideradas dificuldades para a expansão do capital de risco no país. Segundo a autora, a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento e Econômico Social (BNDES), por meio da subsidiária BNDESPAR (BNDES participações) é uma das poucas exceções de investimento em capital de risco no país. Carlos (2004) refere ainda o projeto INOVAR da

FINEP e a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), como concentradores de esforços para o crescimento do capital de risco.

No Brasil, os tipos de investimento de risco mais utilizados são o *private equity* e o *venture capital*. No primeiro, os investimentos são acima de R\$ 15 milhões, podendo chegar a R\$ 100 milhões. Já no segundo, o valor do investimento é de R\$ 1 milhão a R\$ 5 milhões (CARLOS, 2004).

Segundo Ribeiro (2005), *venture capital* é o investimento feito em empresas na fase anterior ao desenvolvimento, enquanto *private equity* é definido por Kameyama (2001) como um investimento feito em empresas com maior grau de desenvolvimento.

Quanto ao impacto econômico do capital de risco, Gorgulho (1996) cita que o investimento feito por capitalistas de risco possibilitou o desenvolvimento de novos setores industriais. Empresas como Compaq, Apple, Federal Express, Cellular One e Netscape utilizaram este tipo de capital. Além disso, a autora menciona que não são apenas esses grandes sucessos que contribuem para a economia, como também todo o conjunto de empresas financiadas. Assim, pode-se inferir que o investimento em capital de risco é fundamental para o surgimento de pequenas empresas baseadas em tecnologia, uma vez que, geralmente nesta fase, os empreendedores dispõem de poucas garantias para obterem financiamentos em fontes tradicionais e, portanto, esse tipo de capital é um importante meio para impulsionar o surgimento de negócios que criem valor e riqueza para um país.

No Brasil, de acordo com Ribeiro (2005), no ano de 2004 e 2005, dezesseis empresas abriram o capital, emitindo ações na bolsa de valores. Em 2004, as empresas Natura, Gol Transportes Aéreos, América Latina Logística (ALL), Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), Grendene, Diagnósticos da América (DASA) e Porto Seguro entraram no mercado acionário. Já em 2005, foram mais nove empresas: Renar Maças, Submarino, Localiza, Transportes Aéreos Marília (TAM), Energias do Brasil, OHL Brasil, Banco Nossa Caixa, Cosan e UOL. Juntas, as dezesseis empresas obtiveram US\$ 3,6 bilhões. Desse montante, mais da metade foi levantado por nove empresas, as quais receberam investimentos de *Private Equity* ou *Venture Capital*. São as empresas: Natura, ALL, DASA, CPFL, TAM, Submarino, Localiza e UOL.

Segundo Ribeiro (2005), a indústria de capital de risco movimentou, em média, R\$ 479 milhões entre os anos de 1999 e 2004, o que corresponde a 0,09% do PIB médio. O auge dos investimentos no Brasil foi no ano de 1999, quando foram investidos US\$ 456 milhões. A partir desse ano, os investimentos caíram e ficaram entre US\$ 200 milhões e US\$ 300 milhões anuais.

Esse crescimento acentuado e, posteriormente, a queda foram ocasionados pelo que se chama de "Bolha da Internet", ocorrida em 2000, quando muitos

fundos investiram grandes volumes de recursos em empresas baseadas em internet — “pontocom” — e um ano após, as ações desses tipos de empresas tiveram quedas acentuadas, o que ocasionou perdas significativas para os investidores de risco (CARLOS, 2004).

Para Gompers e Lerner (1998 apud RIBEIRO, 2005), os fatores de demanda são os mais relevantes no que se refere à explicação do volume de capital levantado. Segundo esses autores, a redução na alíquota de imposto sobre ganho de capital e o investimento em P&D por parte de empresas, universidades e institutos de pesquisas ajudam a aumentar o volume de investimentos.

Segundo Vieira (2007), o número de patentes tem crescido no mundo, contudo, no Brasil, vem caindo. Em 2005 houve uma redução de 13,5% comparada ao ano anterior. Essa ocorrência pode estar relacionada ao fato de o Brasil possuir um sistema de inovação imaturo, principalmente no que se refere aos requerimentos e concessão de patentes (SCHLEMM et al., 2007). Segundo os autores, a pirataria é o principal fator de aplicação da Lei de Propriedade Intelectual não ser efetiva no país.

Outro fator que afeta a demanda por capital é a taxa de juros. Quanto maior a taxa, maior é a possibilidade de os empresários recorrerem ao capital de risco (ROMAIN; VAN POTTELSBERGHE, 2004 apud RIBEIRO, 2005). Além disso, a evolução do PIB de um país tem impacto direto no volume de PE/VC, desde que haja mobilidade da mão-de-obra e o nível de empreendedorismo seja acima de 8,4% (JENG; WELLS, 2000 apud RIBEIRO, 2005).

Quanto aos fatores de oferta, Gompers e Lerner (1998 apud RIBEIRO, 2005) apontaram a facilidade de entrada dos fundos de pensão. Neste mesmo sentido, ao utilizar como referência o relatório do Grupo de Estudo do Programa Brasil Empreendedor Fase III, Calazans (2004) menciona o reduzido nível de investimentos por partes dos fundos de pensão e a ausência de mecanismos de saída para o investidor como as principais barreiras existentes para o desenvolvimento de fundos de capital de risco no Brasil.

Calazans (2004) afirma que a participação de fundos de pensão é fundamental para o aumento da oferta de capital de risco. Nos Estados Unidos, segundo o autor, os fundos de pensão têm entre 5% e 6% de seu patrimônio de mais de US\$ 4 trilhões aplicado em capital de risco. No Brasil, os fundos de pensão, os quais possuem um patrimônio de R\$ 233 bilhões, disponibilizam apenas entre 0,3% e 0,5% para este tipo de investimento. Todavia, o autor tem observado que nos últimos anos os fundos de pensão brasileiros vêm buscando novas alternativas de investimentos para atingirem suas metas atuariais, dentre as quais estão inclusas o investimento em capital de risco.

De acordo com Silva Júnior (2007), os fundos de pensão vêm ampliando investimentos em capital de risco. A Previ, fundo dos funcionários do Banco do Brasil, prevê um aumento de recursos aplicados em capital de risco dos atuais

1,8% para 2,3% em 2012. Já a Petros, fundo de pensão de petroleiros, desde 2002 tem diminuído a aplicação de recursos em renda fixa e aumentado a da renda variável. Atualmente, a Petros possui R\$ 150 milhões aplicados em fundos de *private equity* tradicionais, outros R\$ 900 milhões em fundos de infra-estrutura e R\$ 60 milhões em *venture capital*.

Além dos fundos de pensão brasileiros, fundos americanos têm mostrado interesse de investir no Brasil. Segundo matéria veiculada no Portal Capital de Risco Brasil (BRASIL, 2007), vinculado ao Ministério da Ciência e Tecnologia, investidores americanos estão dispostos a investir no país, antes mesmo dele alcançar o chamado "grau de investimento". O turismo e principalmente as fontes de energia renováveis são os setores que mais despertam o interesse dos investidores.

Outro aspecto que interfere na oferta de capital de risco é a disponibilidade de negócios viáveis e inovadores. Só os empreendimentos de alto crescimento têm capacidade de suportar os custos envolvidos nos investimentos de capital de risco (RIBEIRO, 2005). De acordo com GEM (2006), no período acumulado de 2002 a 2006, 52,7% dos empreendedores iniciais brasileiros e 60,3% dos empreendedores estabelecidos no país estão à frente de empreendimentos com mínimo potencial de inovação. Para o GEM (2006), mínimo potencial de inovação significa que os empreendimentos não possuem nenhum fator relacionado à inovação; ou seja, os empreendedores utilizam tecnologias e processos disponíveis há mais de um ano, muitos concorrentes oferecem os mesmos produtos e serviços e os clientes potenciais não consideram o produto ou serviço com sendo novo no mercado.

Conclusões

As informações coletadas permitiram perceber-se a importância do capital de risco para o financiamento de negócios inovadores, uma vez que muitos empreendedores não possuem garantias reais para conseguir financiamento nas fontes tradicionais, e o capital de risco disponibiliza recursos tendo como contrapartida a participação no capital social da empresa investida.

Também se constatou que no Brasil ainda faltam negócios estimulantes e viáveis a serem financiados. Em parte, isso é devido ao fato de, no país, quase metade das pessoas que empreendem o fazem por necessidade e não por oportunidade, o que, na maioria das vezes, não interessa aos capitalistas, pois estes buscam propostas que possam dar um alto retorno. Isso, geralmente, só é conseguido por meio de negócios inovadores, que introduzam um novo produto/serviço ou aperfeiçoem algo já existente.

Além disso, fatores como baixo investimento em pesquisa e desenvolvimento, taxa de juros alta, excessiva carga tributária e restrições trabalhistas, interferem na oferta de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* no país, haja

vista que isso dificulta o retorno esperado pelos capitalistas. Como se sabe, o risco é proporcional ao retorno. Deste modo, como o investimento em empresas que propõem algo novo pode não dar certo, os capitalistas buscam altos retornos para compensar as prováveis perdas em alguns investimentos.

Sendo assim, percebe-se que a disponibilidade de capital de risco no Brasil é tanto um problema de demanda como de oferta e ambos têm ligação com o fato de muitos empreendimentos brasileiros serem motivados por necessidade e não por oportunidade. Assim, geralmente, não surgem tantas propostas viáveis que estimulem os capitalistas de risco a aumentarem o montante destinado a novos empreendimentos.

Por outro lado, muitos acreditam que a oferta de capital de risco pode aumentar, por meio de maior investimento por parte dos fundos de pensão brasileiros. Pelo que foi visto, os fundos brasileiros, como também estrangeiros, em especial os americanos, têm mostrado interesse em investir recursos em empresas brasileiras. Ao que parece, a disponibilidade de recursos tende a aumentar, porém torna-se também necessário que surjam propostas viáveis, o que provavelmente só ocorrerá quando o Brasil criar condições para que o empreendedorismo possa prosperar, assim como já fizeram e fazem tantos outros países.

Este artigo, portanto, atende ao objetivo de questionar se o volume de capital de risco é um problema de demanda ou de oferta. Sugere-se o desenvolvimento de novas pesquisas, aprofundando as discussões acerca da questão, em especial dimensionando-se quantitativamente a oferta de recursos oriundos de fontes de risco *versus* a efetiva demanda de empresas que apresentem negócios inovadores.

Referências

ANPROTEC; SEBRAE. **Glossário dinâmico de termos na área de Tecnópolis, Parques Tecnológicos e Incubadoras de Empresas**. Brasília, 2002. Disponível em: <<http://www.anprotec.org.br/glossario>>. Acesso: 15 ago. 2007.

BENEDETTI, Maurício Henrique; REBELLO, Karina Maria Rodrigues; REYES, Daniela Ester Copolo. Empreendedores e inovação: contribuições para a estratégia do empreendimento. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 29., 2005, Brasília, DF. **Anais...** Brasília: ENANPAD, 2005. 1 CD-ROM

BRASIL. Ministério da Ciência e Tecnologia. Venturi Capital FINEP. **Home page**. Disponível em: <www.capitalderisco.gov.br>. Acesso em: 10 nov. 2007.

CALAZANS, André Chamun. **Escassez de crédito no Brasil como principal obstáculo ao investimento em inovação através de capital**

de risco. 2004. 119f. Monografia (Pós-graduação, MBA, em Controladoria e Finanças) – Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 2004.

CAMPOS, Symara Helena Penow; BARBIERI, José Carlos. **Capital de risco para empresas emergentes de base tecnológica**: uma avaliação da atual legislação brasileira. Trabalho apresentado ao XXII Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica. Salvador, 2002.

CARLOS, Guilherme Affonso Carvalho de. **Inserção do capital de risco no cálculo de portfólio eficiente no Brasil**. 2004. 55f. Monografia (Bacharelado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, IBMEC, Rio de Janeiro, 2004.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital**: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva Jur, 2006.

CHIAVENATO, Idalberto. **Empreendedorismo**: dando asas ao espírito empreendedor. São Paulo: Saraiva, 2004.

CRUZ, Tiago de M.; VIDEIRA, Raphael A.; XAVIER, Alexander N. Especial Venture Capital – Busca Pé. **GV Executivo**, São Paulo, v. 5, n.2, p. 25-29, mar./abr. 2007.

DOLABELA, Fernando. **O segredo de Luísa**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.

DOLABELA, Fernando. O ensino de empreendedorismo: panorama brasileiro. In: INSTITUTO EUVALDO LODI. **Empreendedorismo**: ciência, técnica e arte. 2 ed. Brasília: CNI. IEL Nacional, 2001. p. 83-97.

DORNELAS, Jose Carlos Assis. **Empreendedorismo**: transformando idéias em negócios. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

DRUCKER, Peter Ferdinand. **Inovação e espírito empreendedor (entrepreneurship)**: prática e princípios. Tradução de Carlos Malferrari. 2. ed. São Paulo: Pioneira, 1987.

FILION, Louis J. Empreendedorismo: empreendedores e proprietários-gerentes de pequenos negócios. **RAUSP**, São Paulo, v. 34, n. 2, p. 5-28, abr./jun. 1999.

FILION, Louis Jacques. O empreendedorismo como tema de ensinamentos superiores. In: INSTITUTO EUVALDO LODI. **Empreendedorismo**: ciência, técnica e arte. 2. ed. Brasília: CNI; IEL Nacional, 2001. p.13-42.

GEM – GLOBAL ENTREPRENEUSHIP MONITOR. **Empreendedorismo no Brasil 2005** – Sumário Executivo. Curitiba, 2006.

GEM – GLOBAL ENTREPRENEUSHIP MONITOR. **Empreendedorismo no Brasil 2006** – Sumário Executivo. Curitiba, 2007.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. What drives venture capital fundraising? In: BAILY, Martin N.; REISS, Peter C.; WWINSTON, Cliford (Eds.). **Brookings papers on economic activity. Microeconomics**, 1998. p.149-204 Apud RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

GORGULHO, Luciane Fernandes. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES**. 1996. 180f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996.

HORNADAY, John A. Research about living entrepreneurs. In: KENT, Calvin A; SEXTON, Donald L.; VESPER, Karl H. (Eds). **Encyclopedia of entrepreneurship**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1982. p. 20-34. Apud DOLABELA, Fernando. **O segredo de Luísa**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.

JENG, Leslie; WELLS, Philippe. The determinants of venture capital funding: evidence across countries. **Journal of Corporate Finance**, v. 6, n.3, p.241-289, sept. 2000. Apud RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

KAMEYAMA, **Visão geral das atividades de private equity**. 2001. 64f. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Faculdade de Economia e Finanças, IBMEC, Rio de Janeiro, 2001.

LUECKE, Richard. **Managing creativity and innovation**. Boston: Harvard Business School Press, 2003. Apud BENEDETTI, Maurício Henrique; REBELLO, Karina Maria Rodrigues; REYES, Daniela Ester Copolo. Empreendedores e inovação: contribuições para a estratégia do empreendimento. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 29., 2005, Brasília, DF. **Anais...** Brasília: ENANPAD, 2005. 1 CD-ROM

PAVANI, Claudia. **O capital de risco no Brasil** – conceito, evolução e perspectivas. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. Apud CARLOS, Guilherme Affonso Carvalho de. **Inserção do capital de risco no cálculo de portfolio eficiente no Brasil**. 2004. 55f. Monografia (Bacharelado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, IBMEC, Rio de Janeiro, 2004.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

ROMAIN, Astrid; VAN POTTELSBERGHE, Bruno. **The determinants of venture capital: additional evidence**. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre, n. 19, 2004. Apud RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SAGARI, Silvia; GUIDOTTI, Gabriela. **Venture capital: lessons from the development world for the developing markets**. Lisboa: IFC, 1992. Apud GORGULHO, Luciane Fernandes. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES**. 1996. 180f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996.

SAHLMAN, William. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v.27, n.2, p. 473-521, oct. 1990. Apud RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SCHLEMM, Marcos Mueller et al. **Empreendedorismo no Brasil: 2006**. Curitiba: IBQP, 2007. Disponível em: <www.gembrasil.org.br>. Acesso em: 8 ago. 2007.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, juros e o ciclo econômico**. São Paulo: Nova Cultura, 1998. Apud SOUZA, Eda Castro Lucas de; SOUZA, Cristina Castro Lucas. **Atitude Empreendedora: um estudo em organizações brasileiras**. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 30., 2006, Salvador, BA. **Anais...** Salvador: ENANPAD, 2006. 1 CD-ROM

SILVA JÚNIOR, Altamiro. **Fundos de pensão ampliam investimentos nas carteiras**. Disponível em: <<http://www.capitalderisco.gov.br>>. Acesso em: 30 out. 2007.

SIMÕES, Janaína. Devagar, mercado de investimento em empresas inovadoras cresce no país; disponibilidade de venture capital e interesse aumentam. **Boletim Inovação Tecnológica**, Edição número 87. Disponível em: <www.inovacao.unicamp.br>. Acesso em: 24 set. 2007.

SMITH, Norman R. The entrepreneur and his firm: the relationship between type of man and type of company. **East lansing**. Bureau of business and economic research, Michigan State University, 1967. Apud CHIAVENATO, Idalberto. **Empreendedorismo**: dando asas ao espírito empreendedor. São Paulo: Saraiva, 2004.

SOUZA, Eda Castro Lucas de; SOUZA, Cristina Castro Lucas. Atitude Empreendedora: um estudo em organizações brasileiras. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 30., 2006, Salvador, BA. **Anais...** Salvador: ENANPAD, 2006. 1 CD-ROM.

STEWART, Rosemary. A model for understanding managerial jobs and behavior. **Academy of Management Review**, v.7, n.1, p. 7-13, 1982. Apud DORNELAS, Jose Carlos Assis. **Empreendedorismo**: transformando idéias em negócios. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

TIMMONS, Jeffry A. **New venture creation**: entrepreneurship for the 21st century. 4th ed. Chicago, IL: Irwin, 1994. Apud DOLABELA, Fernando. **O segredo de Luísa**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.

TIMMONS, J.A., SMOLLEN, L.E., DINGEE, L.M. **New Venture Creation**: Entrepreneurship in the 1990s. Homewood, Illinois: Irwin. 1990. Apud DORNELAS, Jose Carlos Assis. **Empreendedorismo**: transformando idéias em negócios. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

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

VIEIRA, Isaque. **Registro de patentes cai no Brasil e cresce no resto do mundo**. Disponível em: <<http://www.opinabrasil.com>>. Acesso em: 22 nov. 2007.