

**O que os Empreendedores buscam e os Investidores esperam  
no Financiamento do Capital de Risco em Empreendimentos de Base Tecnológica.**

*What the Entrepreneurs are searching and the Investors are hopping  
in the Venture Capital Investments in Technology Base Enterprises.*

Mateus Schreiner G.Lopes (ICB-Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil) [malopes@ipt.br](mailto:malopes@ipt.br)  
Valêncio Garcia (POLI-Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil) [valencio.garcia@poli.usp.br](mailto:valencio.garcia@poli.usp.br)  
Luiz Natal Rossi (POLI-Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil) [natal@pea.usp.br](mailto:natal@pea.usp.br)  
Silvio Aparecido dos Santos (FEA-Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil) [sadsanto@usp.br](mailto:sadsanto@usp.br)

**Abstract**

The importance of small and middle-sized enterprises in the national economy has been pointed out, in the last decade, as one of the most relevant and promising activities for the reduction of the economic unbalances and for the employment generation. In this scenery, high technology enterprises play an important role by manufacturing high value products. A large obstacle pointed out by national researchers to the creation and consolidation of enterprises is the lack of credit in the financial institutions or private investors. In this manner, this research proposes to identify the situation and the necessity of financing for entrepreneurs and the pre-requirements needed to obtain credit in the private credit institutions. From the interviews were concluded that the venture capitalists invest capital in the professionals of the enterprise and not on the product or in the service offered. Besides that, the results indicate that most entrepreneurs ignore Venture Capital and, in the other side, the amount invested by Venture Capital in Brazil is small comparing with another countries and it is basically invested in non-technological established enterprises.

**Keywords:** Entrepreneur, Venture Capital, Investor, Technology, financial.

**Resumo**

A importância das pequenas e médias empresas na economia nacional vem sendo apontada, na última década, como uma das atividades mais relevantes e promissoras para a redução dos desequilíbrios econômicos e para a geração de empregos. Dentro desse cenário, as Empresas de Base Tecnológica desempenham papel ímpar. Um grande obstáculo apontado pelos pesquisadores nacionais para a criação e a consolidação de empresas é a falta de crédito junto às instituições financeiras ou investidores diretos. Dessa maneira, este trabalho procurou identificar a situação e a necessidade de financiamento de empreendedores e os pré-requisitos necessários para a obtenção de financiamentos por instituições privadas. A partir das entrevistas foi concluído que os capitalistas de risco investem nos profissionais das empresas e não nos produtos e serviços oferecidos. Além disso, os resultados indicaram desconhecimento por parte dos empreendedores do que venha a ser o Capital de Risco das instituições privadas de financiamento, por outro lado, verifica-se também que o montante investido pelo Capital de Risco no Brasil ainda é muito pequeno comparado com outros países, sendo investido, majoritariamente, em empresas não-tecnológicas e já estabelecidas no mercado.

**Keywords:** Empreendedores, Capital de Risco, Investidores, Tecnologia, Financiamento.

## ÍNDICE

Abstract .....	1
Resumo .....	1
Introdução.....	3
Objetivo .....	3
Metodologia .....	4
Fundamentação Teórica .....	4
1.1 Mortalidade das Empresas no Brasil .....	4
2.2 O Papel das Incubadoras de Empresas .....	5
3.3 O Capital de Risco.....	6
1.3.1 Estágios de Desenvolvimento e o Capital de Risco .....	7
1.3.2 A saída do Capital de Risco .....	8
1.4 O Custo do Capital no Brasil é muito alto .....	13
Resultados .....	14
1.1 Empreendedores .....	14
1.2 Investidores .....	16
Conclusão .....	18
Referências Bibliograficas: .....	19

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Principais dificuldades apontadas para a condução da empresa .....	5
Figura 2: Investimentos de Capital de Risco por estágio de Desenv. das Empresas em 2003 ....	8
Figura 3: Investimento de Capital de Risco no Brasil de 2000 a 2003 .....	11
Figura 4: Número de empresas financiadas por Capital de Risco no Brasil de 2000 a 2003. .	11
Figura5: Investimento do Capital de Risco por Setor da Economia de 2002 a 2003. ....	12
Figura 6: Estágio de Desenvolvimento das Empresas Estudadas .....	14
Figura 7: Fontes de financiamento utilizadas pelas empresas estudadas.. .....	14
Figura 8: Finalidades apontadas pelos entrevistados para a busca de financiamento. ....	15
Figura 9: Recusa de Financiamento.. .....	15
Figura 10: Fontes de financiamento conhecidas pelos entrevistados.....	16

## **Introdução**

A importância das pequenas e médias empresas na economia nacional vem sendo apontada, na última década, como uma das mais relevantes e promissoras atividades para a redução dos desequilíbrios econômicos e geração de empregos. Dentro desse cenário as Empresas de Base Tecnológica desempenham papel ímpar (SANTOS *et. al*, 2004: 45).

As Empresas de Base Tecnológica são: envolvidas em áreas de tecnologia avançada: informática, biotecnologia, química fina, novos materiais, mecânica de precisão, etc, cujo processo ou produto resulte da pesquisa científica (FINEP, 2006). Podendo ainda operar com processos, produtos ou serviços onde a tecnologia é considerada nova ou inovadora (SANTOS, 2005: 75). Nesse artigo toma como base a definição anterior para “empresas de base tecnológica”.

Um grande obstáculo apontado pelos pesquisadores nacionais para a criação e a consolidação de empresas é a falta de crédito junto às instituições financeiras ou investidores diretos. Essas pesquisas, em geral, refletem o ponto de vista do empreendedor (MEDEIROS e ATAS, 1995: 19), sendo que a visão do empreendedor sobre o seu próprio negócio pode ser diferente da visão do investidor de capital. Essas diferenças têm origem em conflitos de interesses, diferentes propensões ao risco e diferentes formas de avaliações.

Pesquisas realizadas demonstram que empreendedores que declaram ser a falta de capital uma barreira, não separam os negócios que precisam de dinheiro para atingir o sucesso daqueles que necessitam de dinheiro para adiar a falência (SANTOS *et. al*, 2004: 89). Conseqüentemente, torna-se difícil avaliar quando a falta de crédito aos empreendedores representa realmente uma barreira ao desenvolvimento das empresas de base tecnológicas ou se apenas falta consistência nos empreendimentos que buscam financiamento.

## **Objetivo**

Identificar a situação e a necessidade de financiamento de empreendedores e os pré-requisitos necessários para a obtenção de financiamentos por instituições privadas. Dessa maneira, procurou-se apresentar o resultado de uma pesquisa realizada junto aos empreendedores – que buscam investimentos – e investidores – que buscam em que investir – confrontando as informações obtidas com ambos os atores.

## **Metodologia**

Este artigo caracteriza-se por ser não experimental e descritivo, conforme referências existentes dessa forma de trabalho (MARTINS, 1992: 52). Nesse tipo de artigo, a pesquisa é não experimental, a manipulação de variáveis é dificultada – muitas vezes impossível - porque as variáveis independentes chegam aos pesquisadores na forma final e conseqüentemente já exerceram seus efeitos. É descritiva porque neste artigo, a pesquisa é o resultado da observação, registro, análise e correlação dos fatos, fenômenos e variáveis. Inicialmente foi efetuada uma revisão bibliográfica acerca de estudos já efetuados sobre a criação de empresas, com a intenção de facultar o melhor entendimento dos termos relacionados, por intermédio do embasamento teórico oriundo. Posteriormente o trabalho visou um estudo exploratório em que são entrevistados dois atores no processo de criação de empreendimentos de base tecnológica: empreendedores e investidores. Como instrumento de coleta de dados foram realizadas entrevistas com 3 (três) instituições privadas e 28 (vinte e oito) empreendedores incubados de três incubadoras nacionais, CIECTEC, PARQTEC e CELTA localizadas nas cidades de São Paulo, São Carlos e Florianópolis respectivamente, de um total de 220 empresas incubadas de acordo com os sítios eletrônicos dessas instituições.

Apresentamos os resultados dessa pesquisa de forma separada: empreendedores e investidores; enfatizando os fatores relevantes aos empreendedores e investidores. As contribuições deste trabalho podem ser aperfeiçoadas através de estudos complementares feitos juntos a investidores já que neste artigo o universo dos investidores é pequeno.

## **Fundamentação Teórica**

### **1.1 Mortalidade das Empresas no Brasil**

Uma pesquisa realizada publicada pelo SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas, em 2004 (SEBRAE, 2004:15) com uma amostra de 1700 empresas paulistas de 1 (um) a 5 (cinco) anos de existência, abertas entre 1997 e 2001, analisou a taxa de mortalidade dessas empresas. Conforme essa pesquisa o número de empresas que encerraram suas atividades chega a: 31% no primeiro ano de operação, 37% no segundo, 49% no terceiro, 53% no quarto e 60% no quinto ano de operação. Percebe-se que, apesar do números ainda apresentarem-se altos, houve, uma sensível melhora se comparado aos números obtidos em uma pesquisa anterior, de outubro de 2001, onde estes números eram de 32%, 44%, 56%, 63% e 71%, respectivamente para os mesmos períodos.

Nessa mesma pesquisa procurou-se identificar também os principais obstáculos apontados pelos empreendedores. Constata-se que apenas 15% dos entrevistados que tiveram suas atividades empresariais encerradas apontaram à falta de crédito como sendo uma barreira para a condução da empresa. Seguindo esta mesma tendência, apenas 17% dos empresários que ainda estão em atividade apontaram à falta de crédito como uma barreira.

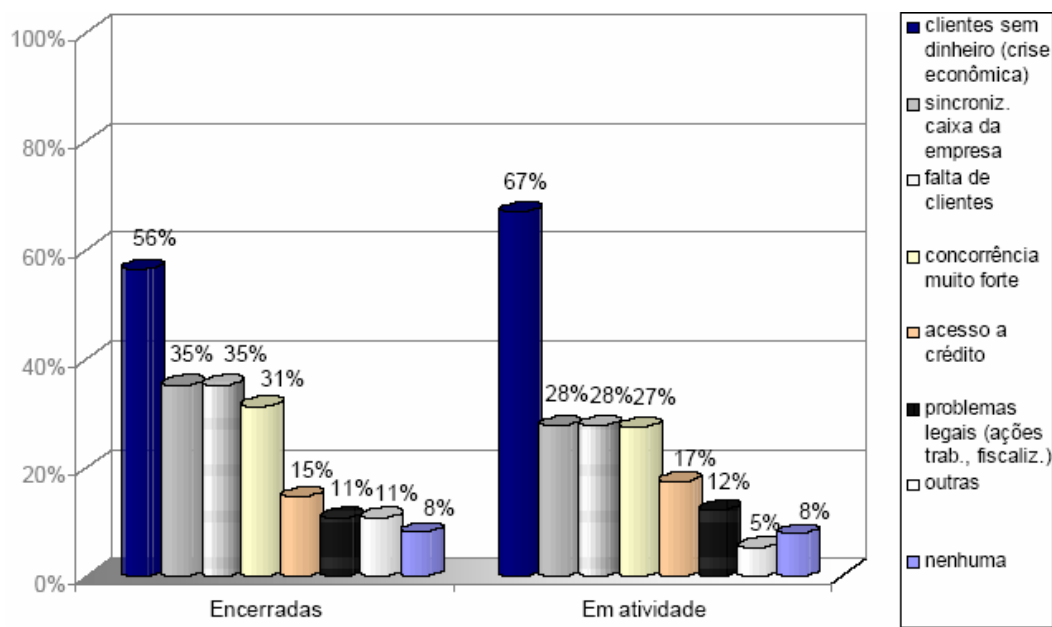


Figura 1: Principais dificuldades apontadas para a condução da empresa (SEBRAE, 2004).

Essa pesquisa é bastante ilustrativa sobre o fato de que existem outros problemas mais aparentes para os empreendedores que a falta de crédito, porém, esta pesquisa não reflete a situação de empreendedores de base tecnológica.

## 2.2 O Papel das Incubadoras de Empresas

GRIMALDI e GRANDI (2001: 8) definem *Spin-offs* (pode-se traduzir como empresas brotamento) como a geração de empresas com um processo particular de inovação no qual a tecnologia é diretamente transformada num produto vendável. As *Spin-offs* surgem tanto das incubadoras como de outros tipos de empresas, que metaforicamente serviriam como empresas úteros das *Spin-offs*. SÖDERLING (1998: 39) apresenta quatro diferentes situações que levam uma empresa úteros a abrigar uma *Spin-off*:

- o negócio da empresa esta crescendo;
- os negócios estão maduros ou novos padrões são procurados;

- o negócio atual está em situação de degeneração ou catástrofe;
- o negócio da empresa está orientado a novos riscos.

Instituições como Incubadoras de Empresas são tradicionalmente associadas com a formação de Empresas de Base Tecnológicas e *Spin-offs*. Segundo o Ministério de Ciência e Tecnologia (2006) uma Incubadora é um mecanismo que estimula a criação e o desenvolvimento de micros e pequenas empresas industriais, ou da prestação de serviços de base tecnológica, ou de manufaturas leves por meio da formação complementar do empreendedor em seus aspectos técnicos e gerenciais e que, além disso, facilita e agiliza o processo de inovação tecnológica de micros e pequenas empresas.

Para tanto, conta com um espaço físico especialmente construído ou adaptado para alojar temporariamente micros e pequenas empresas industriais ou de prestação de serviços e que, necessariamente, dispõe de uma série de serviços e facilidades como espaço físico; recursos humanos e serviços especializados que auxilie as empresas incubadas em suas atividades, capacitação de empresário-empresendedores nos principais aspectos gerenciais e acesso a laboratórios e bibliotecas de universidades e instituições que desenvolvam atividades tecnológicas.

De acordo com o relatório anual da ANPROTEC (2004: 6) existem no Brasil 297 incubadoras em operação espalhadas por todo Brasil, sendo que, 40% delas classificadas como tecnológicas. Desse total 224 incubadoras encontram-se instaladas na região Sul e Sudeste.

Uma incubadora de empresas é uma forma de apoio aos empreendedores, com o principal objetivo de: tentar diminuir o índice de mortalidade das Pequenas Empresas de base Tecnológica no Brasil. Em entrevista concedida a ANPROTEC (2005), o diretor-presidente do Sebrae, Silvano Gianni afirmou que nas incubadoras, a mortalidade das empresas fica ao redor de 20% nos primeiros cinco anos. Dessa maneira, é importante destacar que estas estatísticas foram obtidas por instituições que incentivam a formação de incubadoras e que a diminuição da mortalidade nos primeiros anos em empresas incubadas é esperada devido aos diversos benefícios disponibilizados a estas empresas.

### **3.3 O Capital de Risco**

Capital de Risco, tradução encontrada no Brasil para a expressão *venture capital*, é uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas, ou seja, garantias, em empresas ou

empreendimentos com alto potencial de crescimento, visando rentabilidade acima das alternativas disponíveis no mercado financeiro. Em outras palavras, é uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco em troca da perspectiva de um alto retorno no futuro (BYGRAVE *et. al*, 1992: 172). Podemos ainda dividir e classificar os investimentos do Capital de Risco em:

- **Investidor individual** (*angel investor*) corporativo ou institucional são geralmente compostos por fundos de investimentos;
- **Capital de risco corporativo** (*corporate venture capital, nurture venturing, internal corporate venture*) quando o investidor é uma empresa de maior porte investido na aquisição de participação de empresas menores;
- **Private Equity**: consiste na aquisição de participação de empresas existentes e de maior porte, sem participação na gestão, e com horizonte de retorno em geral de curto a médio prazo (2 a 3 anos).

Empresas como Digital, Apple, Fedex, Compaq, Sun, Intel, Microsoft, Gerenteck são exemplos de empresas que foram incentivadas por capital de risco no início. Dessa maneira, pesquisas nos EUA demonstram que em geral os fundos de capital de risco apresentam boa rentabilidade garantida pelo resultado extremamente favorável de poucas empresas, compensando as perdas das demais.

### 1.3.1 Estágios de Desenvolvimento e o Capital de Risco

Segundo Porter (1991: 39) empresas apresentam diversos estágios de desenvolvimento, dentre estes, pode-se destacar 7 estágios:

Estágio 1: Descoberta científica; determinação das oportunidades e necessidades;

Estágio 2: Demonstração da exequibilidade em escala laboratorial;

Estágio 3: Operação de protótipo em escala real ou em testes de campo;

Estágio 4: Introdução comercial ou uso operacional;

Estágio 5: Adoção em larga escala;

Estágio 6: Proliferação e difusão para outros usos;

Estágio 7: Influência no comportamento social e/ou economia.

Dentre estes estágios pode-se definir os estágios de 1 a 4 como iniciais e os estágios 5 e 6 como de expansão da empresa. Tendo em vista os estágios das empresas e o investimento de Capital de Risco nos Estados Unidos (Figura 2) verificou-se que o investimento por Capital de Risco se dá preferencialmente em estágios avançados de desenvolvimento, sendo que apenas 8% do total de investimentos ocorreu em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento.

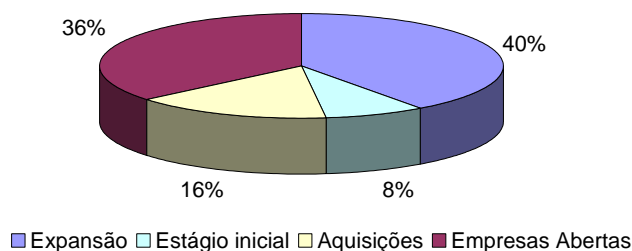


Figura 2: Investimentos de Capital de Risco por estágio de desenv. das Empresas em 2003.

Fonte: ABCR/Thomson Ventures Economics (2003).

### 1.3.2 A saída do Capital de Risco

O objetivo do capitalista de risco, após a maturação e valorização do negócio, é realizar o lucro através:

- Venda no mercado acionário, mercado secundário ou oferta pública de venda (*IPO – Initial Public Offering*);
- Venda direta a outra empresa, normalmente maior (*take-over*);
- Recompra por parte dos empreendedores/gestores da empresa;
- Compra secundária por terceira parte;
- Liquidação da empresa.

Antes de 1990 não havia negócios de *private equity*, em 1994 foi criado o primeiro fundo; no entanto o BNDES e a Brasilpar vêm capitalizando investimentos desde meados de 1970; BNDESp: fortalecimento do mercado de capitais e *private equity*; participação temporária (5 anos) e 33% de investimento.

Embora o capital de risco possa envolver empresas de qualquer tamanho e de qualquer setor industrial, em geral as pequenas empresas de base tecnológica são as que mais atraem os investidores de capital de risco, uma vez que oferecem perspectivas de retorno bastante elevadas.

Enquanto que no Brasil a Incubadoras apresentam-se como uma força propulsora da criação de Empresas de Base Tecnológicas nos Estados Unidos uma das forças propulsoras mais expressivas para o desenvolvimento tecnológico encontrado hoje é o capital de risco. O capital de risco vem sendo amplamente reconhecido como tendo uma importante função no desenvolvimento econômico regional. O papel vital deste instrumento tem atraído interesses do mundo todo. (BRUTON *et. al*, 2004: 72).

Umás séries de fatores são apontadas para justificar o pioneirismo americano em atividades de capital de risco. A mentalidade relacionada à expressão *Self-Made Man*, ou seja, um homem que se fez por esforço próprio, é um expressivo fator de estímulo ao surgimento de novos empresários, refletindo uma cultura empreendedora mais propensa ao risco. Além disso, a existência de pólos, parques tecnológicos e universidades voltadas para áreas de alta tecnologia, ao engendrar uma grande oferta de novos empreendimentos com forte conteúdo tecnológico e grande potencial de crescimento, também contribuiu sobremaneira para que esta atividade se tornasse atraente e viável do ponto de vista dos investidores.

Outros fatores de incentivo a esta atividade foram às regulamentações. As mudanças na legislação sobre questões correlatas à atividade, como, por exemplo, a permissão de que os fundos de pensão participassem deste tipo de investimento, tiveram efeitos imediatos e radicais sobre a evolução da indústria. Da mesma forma, os incentivos e as restrições fiscais, através da alteração das alíquotas de imposto sobre os ganhos de capital provenientes dos investimentos de capital de risco, tiveram efeitos visíveis sobre o desempenho da atividade. Já em 1958, através do *Small Business Act* representou um estímulo governamental fundamental para a constituição de um mercado de Capital de Risco no país, esta medida basicamente baseava-se em incentivos fiscais para o financiamento de pequenas empresas. As companhias de investimentos poderiam ser formadas com financiamento do governo a fundo perdido em uma proporção de (1/3) um para três do setor privado. Nos primeiros quatro anos da medida mais de 600 companhias de investimentos foram formadas criando as raízes para Capital de Risco nos Estados Unidos. Em 1978, a medida *Revenue Act* reduziu a alíquota do imposto sobre os ganhos de capital de 49,5% para 28%, criando maior incentivo para investimentos em ações a longo prazo desde o final da década de 60 (GORGULHO, 1996: 102).

Em 1979, um guia de investimento para os administradores de fundos de pensão chamada ERISA "*Prudent Man*" Rule, foi revisado no sentido de permitir a estas instituições a realização de investimentos de risco mais alto, incluindo as operações de capital de risco. Em 1980 o *Small Business Investment Incentive Act*, que re-classificou as empresas de capital de risco como sendo de desenvolvimento de negócios, eliminando a necessidade de registro junto

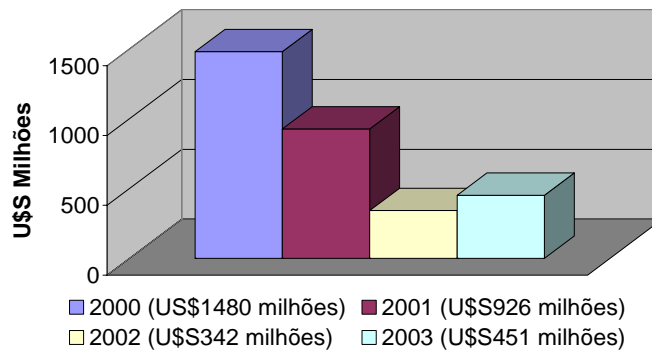
à *Securities and Exchange Commission* dando aos investidores maior flexibilidade. No ano seguinte, foi determinado o *ERISA Safe Harbour Regulation*, no qual os administradores dos fundos de capital de risco não seriam considerados fiduciários dos ativos dos fundos de pensão investidos nos fundos em que administrassem, eliminando uma séria exposição ao risco em aceitar os fundos de pensão como investidores e o *Economic Recovery Tax Act*, em 1981, que novamente reduziu a alíquota do imposto sobre os ganhos de capital de 28% para 20% (GORGULHO, 1996: 103). Como resultado dessas medidas o capital de risco obteve um crescimento exponencial nos anos seguintes:

<b>Investimentos de Capital de Risco em Empresas nos Estados Unidos</b>			
Ano	Empresas	Valor Médio	Investimento (U\$S Milhões)
1978	375		460
1987	1700		3900
1995	1484	1772	7.868,7
1996	2000	2473	11.016,4
1997	2489	3080	14.605,5
1998	2900	3551	20.797
1999	4340	5392	53.488,9
2000	6283	7816	104.821,3
2001	3752	4458	40.759,9
2002	2593	3057	21.695,6
2003	2385	2857	19.574,4
2004	2479	2945	21.505,9
2005*	1970	2201	16.309,9

**Tabela 1: Desenvolvimento do Investimento de Capital de Risco nos Estados Unidos**

\*resultado parcial até 30/09/2005. Fonte: Os dados 1995 a 2005 foram retirados de Thomson Venture Economics (2005) e os dados de 1978 e 1987 de Tosta de Sá (1984).

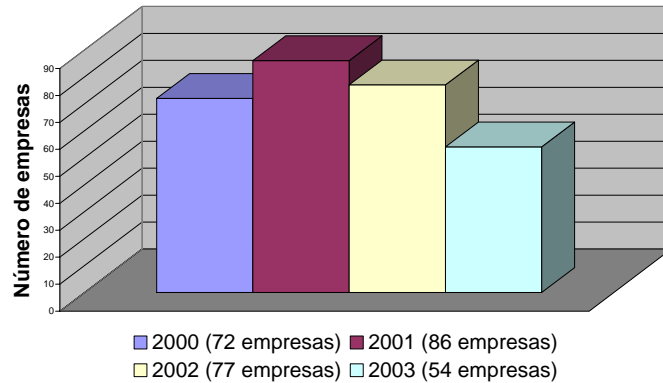
No Brasil a situação do Capital de risco ainda é bastante incipiente se comparada com a dos Estados Unidos. Em 2003, o montante investido foi de aproximadamente 451 milhões que representa o investimento dos Estados Unidos em 1978, sendo que hoje, o investimento de capital de risco ultrapassa os 16 bilhões de dólares, tendo chegado a mais de 100 bilhões próximos ao estouro da bolha da internet em meados do ano 2000 (Tabela 1).



**Figura 3: Investimento de Capital de Risco no Brasil de 2000 a 2003.**

Fonte: ABCR/Thomson Ventures Economics(2003).

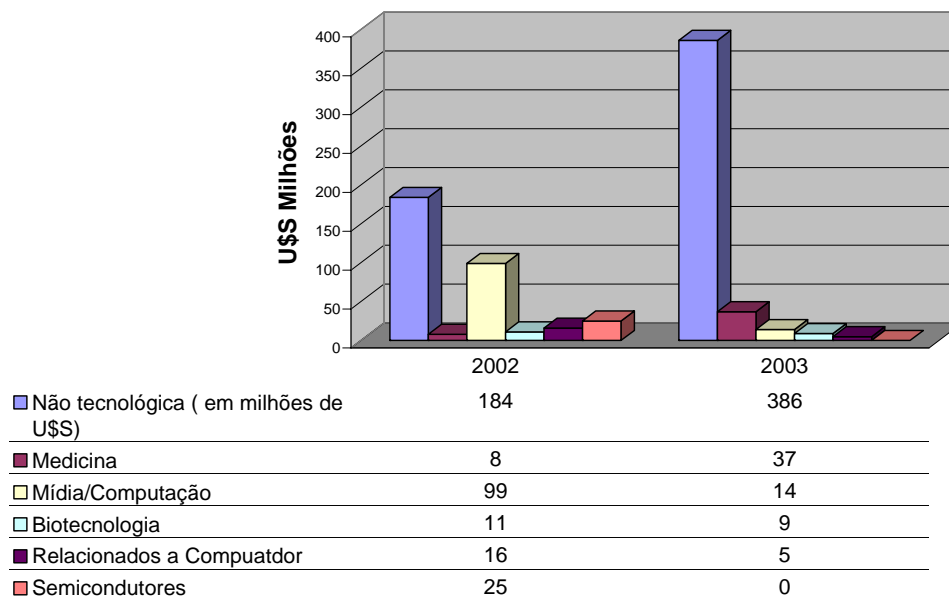
Ao comparar o número de empresas brasileiras financiadas pelo Capital de Risco no Brasil, verifica-se que o problema é ainda maior, poucas empresas foram alvos de financiamento no Brasil por essa atividade. Ainda em 1978, 375 empresas já eram financiadas nos Estados Unidos enquanto que no Brasil, no período de 2000 a 2003, uma média de 72 empresas ao ano (Figura 4).



**Figura 4: Número de empresas financiadas por Capital de Risco no Brasil de 2000 a 2003.**

Fonte: ABCR/Thomson Ventures Economics (2003).

Outra observação importante é verificar que grande parte do capital de risco investido no Brasil é utilizado para fins não-tecnológicos diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos (Figura 5).



**Figura 5: Investimento do Capital de Risco por Setor da Economia de 2002 a 2003.**

**Fonte: ABCR/Thomson Ventures Economics (2003).**

Algumas considerações se fazem necessárias, a quantidade de investidores como instituições privadas para investimentos de capital de risco é pequena no Brasil, uma pesquisa da FGV (FGV, 2005: 17) levantou ao todo 71 (setenta e uma) empresas gestoras de capital de risco; o número de empresas investidas no Brasil aumentou de 100 empresas em 1999 para 315 em 2004; as saídas de investimento também aumentaram passaram de 203 em 1999 para 258 em 2004. Segundo o estudo, o volume total de recursos comprometidos na indústria, somados os já aplicados e os disponíveis, era de US\$ 5,58 bi em dezembro de 2004. Existem hoje 102 fundos geridos por 71 empresas gestoras, sendo 45 gestores independentes, 20 instituições financeiras, 4 grupos industriais e 2 agências públicas. Dessas entidades, 53 são brasileiras, 10 americanas, 4 européias e 4 de outras localidades. Existem ainda no País 6 fundos de PIPE (*Private Investment in Public Equity*), conhecidos como fundos de governança. Das 315 empresas na carteira dos fundos em 2004, 210 receberam investimentos de capital de risco, 36 capital semente, 74 eram *Start ups*, 100 estavam em estágio de expansão, 47 foram investidas por *Private Equity* e 43 por fundos de PIPE. Quanto ao setor de atuação, 92 eram de eletrônica e informática, 10 de biotecnologia, 8 de agronegócios (empresas de base tecnológica) e 41 de indústrias diversas.

## 1.4 O Custo do Capital no Brasil é muito alto

O aparato institucional e os mecanismos de financiamento ao sistema de CTI - Ciência, Tecnologia e Inovação são variados, mas têm se mostrado pouco efetivos no fomento à inovação nas empresas. O empreendedor que estiver interessado em transformar um bom projeto inovador em negócio encontrará uma série de dificuldades, a começar pelo crédito, que é caro e inapropriado (CORDER, 2005: 95).

Basicamente o crédito está disponível apenas em 2 modalidades: crédito padrão baseado na TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) + *spreads*; que são taxas menores que as do mercado, porém ainda elevadas para o investidor; e crédito com juro reduzido, no qual até 6% da TJLP pode ser coberta com recursos mantidos no FNDCT originados do Fundo Verde Amarelo (um dos fundos setoriais). Para o acesso ao crédito, as empresas precisam, ainda, apresentar garantias, o que as de menor porte ou as entrantes no mercado em geral não dispõem.

Ainda que os recursos aprovados e liberados pelos diversos mecanismos de financiamento não estariam sendo eficientemente canalizados para cumprir seus propósitos, em virtude da falta de definição de critérios. No plano privado, a situação não é diferente. No Brasil, o mercado de risco ainda é tímido. Alguns fatores parecem ter limitado o interesse dos investidores nesse segmento, principalmente os investidores institucionais (CORDER, 2005: 217).

Entre eles estão os riscos potenciais das operações nas etapas iniciais do processo inovativo e as possibilidades de ganhos em aplicações de baixo risco e rendimento garantido, como nos títulos públicos. “Os investidores, de maneira geral, preferem investir em empreendimentos mais consolidados, de maior porte e de menor risco, configurando-se mais um mercado de *Private Equity* do que propriamente de risco no país” (CORDER, 2005: 144).

## Resultados – Contribuição Adicional da Pesquisa Realizada

### 1.1 Empreendedores

As empresas estudadas pertenciam à categoria de empresas de base tecnológica de acordo com a definição estabelecida por este trabalho e foram classificadas de acordo com o estágio de desenvolvimento:

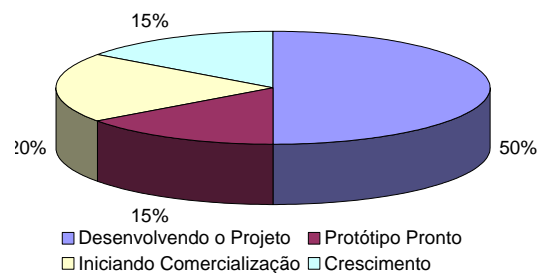


Figura 6: Estágio de Desenvolvimento das Empresas Estudadas

Neste estudo verificou-se que, nas empresas estudadas, o capital utilizado para iniciar o empreendimento é basicamente público ou próprio, sendo que apenas uma das empresas utilizou-se de financiamento de uma instituição privada: um banco. Foi observado também que nenhuma das empresas analisadas utilizou-se de Capital de Risco para financiar o empreendimento. No estudo do Sebrae (2004) cerca de 90% das empresas utilizou-se de capital próprio para iniciar o negócio, essa diferença se dá pela carência de financiamentos para pequenas empresas que não são de base tecnológica como as da FAPESP, CNPq e FINEP citados pelos entrevistados.

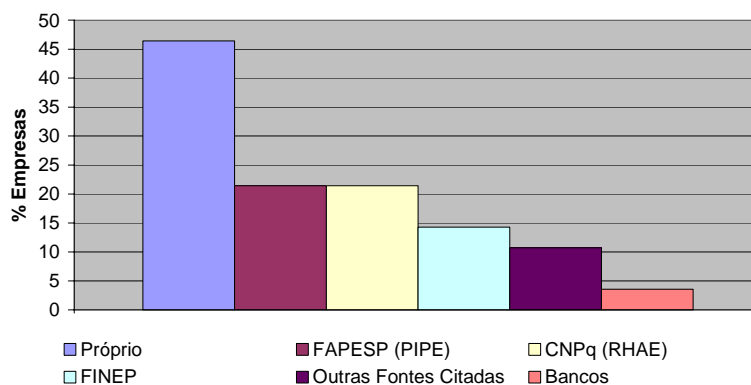


Figura 7: Fontes de financiamento utilizadas pelas empresas estudadas.

Quando interrogados se estão procurando financiamento, todas as empresas responderam afirmativamente com exceção de uma empresa que respondeu que não estava por que acabara de receber um grande aporte de capital. O restante das empresas estava buscando dinheiro para diversas finalidades:

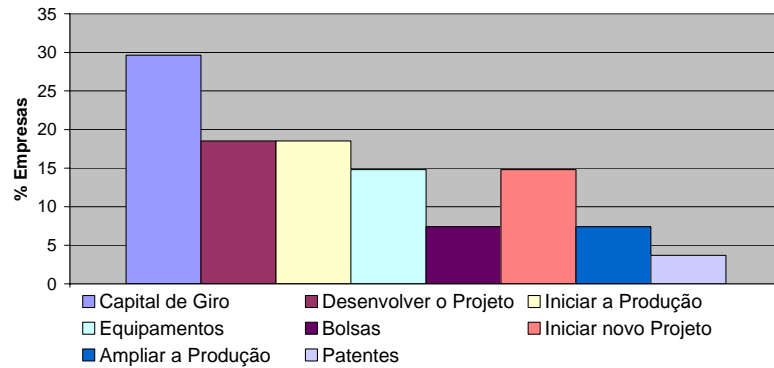


Figura 8: Finalidades apontadas pelos entrevistados para a busca de financiamento.

Verifica-se que a obtenção de capital de giro é o principal motivo para a busca de financiamento pelas empresas estudadas, com cerca de 30% dos entrevistados. Estes resultados são corroborados pela pesquisa já citada do Sebrae (2004) em que 28% dos entrevistados apontaram que a falta de capital para o fluxo de caixa da empresa foi um das principais dificuldades para a condução da empresa.

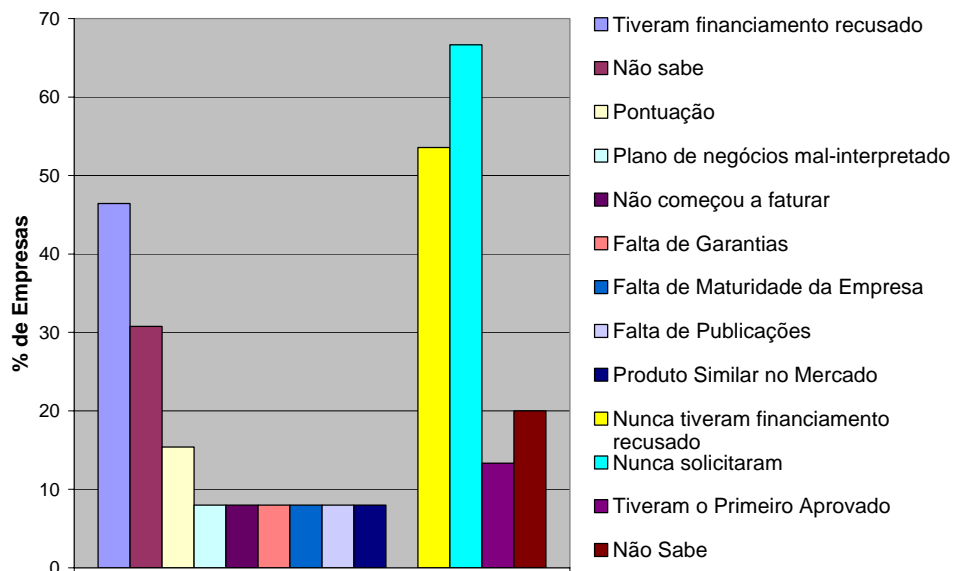


Figura 9: Recusa de Financiamento. O gráfico divide em dois blocos os entrevistados, no bloco à esquerda aqueles que já tiveram algum financiamento recusado e os motivos apontados para a recusa e à direita os que nunca tiveram financiamento recusado e os motivos para isso.

Na Figura acima se observa dois dados interessantes, que boa parte dos entrevistados que tiveram financiamento recusado, cerca de 30%, não sabem por que isto ocorreu e que quase 70% dos entrevistados que nunca tiveram financiamento recusado nunca solicitaram financiamento algum.

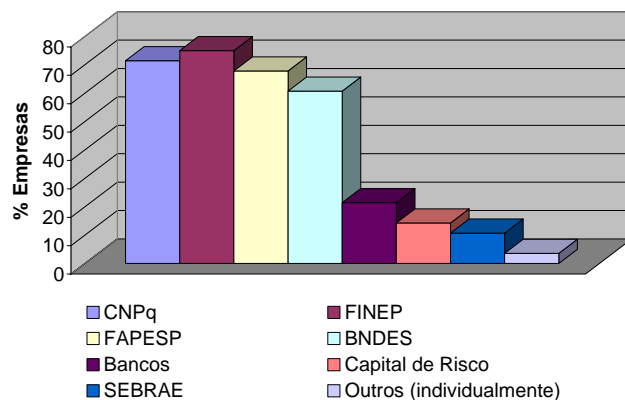


Figura 10: Fontes de financiamento conhecidas pelos entrevistados.

Ao se identificar quais as fontes de financiamento conhecidas pelos entrevistados foi verificado que as instituições públicas de financiamento como: CNPq, FAPESP, FINEP e BNDES possuem grande popularidade entre as empresas incubadas estudadas, sendo que instituições privadas como bancos e investidores de capital de risco foram pouco citadas, sendo sequer mencionados em várias vezes. Além disso, percebeu-se uma confusão entre os entrevistados que indicaram o Sebrae como uma instituição de financiamento.

## 1.2 Investidores

A pesquisa realizada vem ao encontro da base da pesquisa realizada por Fried e Hisrich (2001: 262) em 18 empresas de capital de risco nos Estados Unidos, onde estudaram o modelo de tomada de decisão dos investidores na qual identificaram os critérios genéricos utilizados por eles. Ratificando este trabalho, concluímos que esta modalidade de investimento baseada na aquisição da participação de empresas com alto potencial de crescimento, a fim de obter grandes ganhos de capital a médio e longo prazo mediante um alto risco por parte dos investidores.

Segundo GRANT (2002: 213), nos anos 80 muito se desenvolveu sobre o ambiente interno das empresas tomando como base dos estudos a análise estratégica e sua posição competitiva em relação aos concorrentes. Em contraste, a análise do ambiente interno permanecia sem muita atenção por parte dos pesquisadores. Na maioria das vezes, essa análise

objetivava-se na implementação de estratégias, sistemas de controle e administração, todos vistos como uma consequência inerente da estratégia adotada.

O resultado da pesquisa conclui que todas as (quatro) instituições privadas de capital de risco:

- Investem em empresas que propiciem no médio prazo – no máximo 5 anos – rentabilidade acima da oferecida no mercado de capitais sem risco, o termo utilizado é que a empresa recebedora do capital de risco possa apresentar resultados acima do *benchmark* que representa quanto de rentabilidade obter-se-á no mercado de capitais sem risco – no Brasil essa taxa encontra-se na ordem de 18% ao ano.
- Preferencialmente em empresas que já existam e estejam constituídas;
- 75% dos investidores investem mais nos profissionais que constituem a empresa do que no produto ou serviço que essas empresas possuem ou irão desenvolver;
- Dão preferências as empresas que possuem patentes ou registros;
- Interferem administrativamente na gestão da empresa, geralmente introduzindo um executivo que passa a gerir e administrar a empresa seguindo a linha adotada pelo investidor;
- Não interferem no negócio; que continua sendo gerido pelos empreendedores.

Resultados semelhantes foram obtidos em uma pesquisa realizada pela ANPROTEC (Panorama, 2004: 23) com 220 incubadoras, em que 98% apontou a viabilidade econômica e 97% apontou o perfil dos empreendedores como sendo critério para a seleção dos projetos.

## **Conclusão**

Esse artigo indica que há um desconhecimento, chegando a uma ignorância, por parte dos empreendedores do que venha a ser o Capital de Risco das instituições privadas de financiamento, como por exemplo, quem são essas instituições e de que forma obter financiamentos; o que demonstra haver uma lacuna entre aqueles que realmente detém o capital daqueles que o necessitam.

Além disso, verifica-se também que o montante investido pelo Capital de Risco ainda é muito pequeno comparado com outros países, sendo investido majoritariamente em empresas não-tecnológicas e já estabelecido no mercado, sendo assim, tendo pouco contribuído para o desenvolvimento de pequenas empresas de base tecnológica no país. Por outro lado, verificamos que existem capitalistas de risco interessados em investir em empresas de base tecnológica, mas que possuem um nível de seleção sofisticado que aporta capital, em média, em apenas em 3% das empresas que o procuram.

Apesar dos dados coletados indicarem que existe uma lacuna entre os empreendedores e os investidores privados, se faz necessário, estudos e pesquisas mais aprofundadas, complementares à pesquisa desse artigo, para evidenciar quais outros fatores poderiam contribuir para uma maior oferta de Capital de Risco para as pequenas empresas de base tecnológica no Brasil.

## Referências Bibliográficas:

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO/ THOMSON VENTURE ECONOMICS. Disponível em: [http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/abcr/pesquisa\\_03.pdf](http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/abcr/pesquisa_03.pdf). Acesso em: 13 de nov. 2005.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES. Entrevista Silvano Gianni. Disponível em <http://www.anprotec.org.br/locus36/entrevista.htm>. Acesso em: 18 de out. 2005.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES. Panorama 2004. Disponível em <http://www.anprotec.org.br/panorama.htm>. Acesso em: 12 de jan. 2005.
- BYGRAVE, W. D., TIMMONS, J. A. *Venture capital at the crossroads*. Harvard: *Harvard University Press*, 1992. 356 p.
- BRUTON, G.; AHLSTROM, D.; YEH, K. S. *Understanding venture capital in East Asia: the impact of institutions on the industry today and tomorrow*. *Journal of World Business*, v. 39, p. 72-88, 2004.
- CORDER, S. M. Empreendedor disposto a inovar desembolsa muito e esbarra em dificuldades. 2004. 233 f. Tese (Doutorado em Política Científica e Tecnológica) – Instituto de Geociências da Universidade de Campinas, Campinas. 2004. Dissertação de Doutorado UNICAMP. Disponível em: <http://www.ige.unicamp.br/geopi/publicacoes.php?sub=teses>. Acesso em: 19 de jan. 2006.
- Faculdade Getúlio Vargas. 1º Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital, Disponível em: <http://www.anpei.org.br/MostraNoticia.aspx?id=891>. Acesso em: 01 de out. 2005.
- FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS. Disponível em: [http://www.finep.gov.br/fundos\\_setoriais/fundos\\_setoriais\\_ini.asp?codSessaoFundos=1](http://www.finep.gov.br/fundos_setoriais/fundos_setoriais_ini.asp?codSessaoFundos=1). Acesso em: 15 de jan. 2006.
- FRIED, V.H.; HISISCH, R.D. Venture capital from investors perspective. Estudo para o Departamento de Comércio de Oklahoma, p. 258-273, 2001.
- GRANT, R. M. *Contemporary Strategy Analysis, concepts, techniques, applications*. 4ª ed. Reino Unido: Black Publishers, 2002. 551 p.
- GRIMALDI, R.; GRANDI, A. *Universities as “centre of excellence”: creating the organizational conditions to spur the exploitation of research results*. In: RENT XV

RESEARCH IN ENTREPRENEUSHIP AND SMALL BUSINESS Turku Finland, Nov; 22-23, 2001. Disponível em: <http://www.eiasm.be/events/ORI-RentXV.html#ABSTRACTS>. Acesso em: 23/01/2005.

- GORGULHO, L. F. O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES. 1996. 181 f. Tese (Mestrado em Ciências) Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 1996.
- MARTINS, A. M. Manual de elaboração de monografias, São Paulo: Atlas, 1992. 123p.
- MINISTÉRIO DE CIÊNCIA E TECNOLOGIA. Disponível em: [www.mct.gov.br/prog/empresa/pni/conceitos.htm](http://www.mct.gov.br/prog/empresa/pni/conceitos.htm). Acesso em 8 de jan. 2006.
- MEDEIROS, J.A.; ATAS, L. Incubadoras de empresas: balanço da experiência brasileira. Revista de Administração, SÃO Paulo v. 30, n. 1, p. 19-31, 1995.
- PORTER, A. *et. al.* Forecasting Management Technology. Willei Interscience, New York, 464 p., 1991.
- SANTOS, S. A.; CUNHA, N. C.V. (Org). Criação de Empresas de Base Tecnológica – Conceitos, Instrumentos e Recursos. Maringá: Unicorpore, 2004. 176 p.
- SANTOS, S. A. (Org). Empreendedorismo de Base Tecnológica – Evolução e Trajetória. Maringá: Unicorpore, 2005. 190 p.
- SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. 2004. Sobrevivência e mortalidade de empresas paulistas de 1 a 5 anos. Disponível em: [www.sebraesp.com.br/.../mortalidade%20de%20empresas/sobr\\_mortalidade\\_versao\\_2004\\_2005.aspx](http://www.sebraesp.com.br/.../mortalidade%20de%20empresas/sobr_mortalidade_versao_2004_2005.aspx). Acesso em: 20 de dez. 2005.
- SÖDERLING, R. A. New Firms Emerging From Different Types of Organizations – An Entrepreneurial Spin –Off Companies. Entrepreneurial Spin-Off Classification. 10<sup>th</sup> Nordic Conference on Small Business Research Växjö, 14-16 Junho 1998. Disponível em: <http://www.vxu.se/ehv/sire/papers>. Acesso em: 4 de set. de 2005.
- SÁ, T. T. de. Empresa emergente: fundo de investimento e capitalização. Brasília: Sebrae, 1994.
- VENTURE ECONOMICS, Disponível em: [http://www.ventureeconomics.com/vec/stats/2005q3/nation\\_us1.html](http://www.ventureeconomics.com/vec/stats/2005q3/nation_us1.html). Acesso em 10 de nov. 2005.