

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

*O Venture Capital e o Private Equity no Brasil: Um Estudo
de Caso Sobre o Fundo Criatec I*

RAFAEL ASSIS DE LIMA
Matrícula nº: 109023941

ORIENTADOR: Prof. Renata Lèbre La Rovere

ABRIL 2013

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

Dedico este trabalho a todos que contribuíram de alguma forma para minha formação pessoal e profissional.

AGRADECIMENTOS

Agradeço os meus familiares, que me apoiaram e incentivaram na minha caminhada até este momento.

Agradeço a minha orientadora, Renata La Rovere, pela excelente orientação recebida.

Agradeço aos professores envolvidos em minha graduação por todo o conhecimento transmitido e adquirido, por mim, durante estes 4 anos de curso.

Agradeço o amigo de graduação Thiago Ferro e os ex-companheiros de trabalho Wang Yani, Daniel Wajnberg, Gustavo Reis, Luciano Pantuso e Marcos Ferreira por também terem contribuído para o meu crescimento pessoal e profissional

Agradeço a Marcio Spata e Fernanda Cotta do BNDES, assim como Luciano Pantuso, gestor regional do Criatec, pelas entrevistas concedidas.

RESUMO

Este trabalho realiza um estudo, através da literatura disponível e de material e entrevistas, do *Private Equity* e do *Venture Capital* no Brasil, com ênfase especial no estudo de caso do Fundo Criatec I. Para tanto, são apresentados ao leitor uma revisão da literatura sobre o tema, ressaltando os principais trabalhos e publicações utilizados. É apresentada também uma conceituação do que é o *Private Equity* e o *Venture Capital*, juntamente com as suas respectivas sub-divisões, propiciando ao leitor um entendimento pelo menos básico das atividades desenvolvidas por tal indústria. Em seguida, é apresentado um histórico do setor no país, com a realização de uma divisão cronológica em 1994, ano em que ocorreram importantes marcos para o maior desenvolvimento do setor no país, ainda neste capítulo sobre o histórico da indústria de participações no Brasil, uma proposta de identificação de sua origem é apresentada como sendo na década de 1960. Além do já citado, temos o estudo de caso propriamente dito, onde realizou um estudo do Fundo Criatec I, apresentando ao leitor suas origens, organização e estrutura, como se deu processo de avaliação das empresas para investimento e o próprio processo de investimento, assim como é realizado o processo de monitoramento/aceleração das empresas investidas pelo Fundo, seguido, então, pelas principais realizações até o momento do Criatec I, na visão de seus investidores.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity & Venture Capital</i>
ADELA	<i>Community Development Group for Latin America</i>
AIC	<i>Adela Investment Company</i>
BNB	Banco do Nordeste do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EMPEA	<i>Emerging Markets Private Equity Association</i>
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FMIEE	Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes
GVcepe	Centro de Estudos em <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> da Fundação Getulio Vargas
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
IFC	<i>International Financial Corporation</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LAVCA	<i>Latin American Venture Capital Association</i>
NATO	<i>North Atlantic Treaty Organization</i>
PE	<i>Private Equity</i>
PEVC	<i>Private Equity e Venture Capital</i>
PIPE	<i>Private Investment in Public Equity</i>
PME	Pequenas e Médias Empresas
SCR	Sociedades de Capital de Risco
TIC	Tecnologias da Informação e Comunicações
VC	<i>Venture Capital</i>

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO I - O QUE É O PEVC?	12
<i>I.1 ASPECTOS GERAIS.....</i>	<i>12</i>
<i>I.2 A DIFERENÇA ENTRE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY.....</i>	<i>21</i>
CAPÍTULO II – O HISTÓRICO DO PEVC NO BRASIL.....	24
<i>II.1 O INÍCIO</i>	<i>24</i>
<i>II.2 O PERÍODO ANTERIOR AO PLANO REAL (1994)</i>	<i>25</i>
<i>II.3 O PERÍODO PÓS-PLANO REAL</i>	<i>26</i>
CAPÍTULO III - ESTUDO DE CASO: O FUNDO CRIATEC.....	30
<i>III.1 A ORIGEM DO FUNDO CRIATEC</i>	<i>30</i>
<i>III.2 A ESTRUTURA E ORGANIZAÇÃO DO FUNDO</i>	<i>32</i>
<i>III.3 A ETAPA DE INVESTIMENTOS.....</i>	<i>33</i>
<i>III.4 O PROCESSO DE MONITORAMENTO/ACELERAÇÃO</i>	<i>38</i>
<i>III.5 RESULTADOS ALCANÇADOS</i>	<i>41</i>
CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47

ÍNDICE DE FIGURAS, GRÁFICOS E TABELAS

Figura 1: Estrutura de funcionamento da indústria de PEVC	12
Figura 2: Participantes do Ecosistema de PEVC	15
Gráfico 1: Composição dos investimentos em Fundos de PEVC no Brasil (2009)	15
Gráfico 2: Brasil - Breakdown dos investimentos locais (2009)	16
Gráfico 3: Distribuição por Estágio do Ciclo de Vida das Empresas Investidas pelo Fundo Criatec, com Relação ao Total do Valor Aprovado de Investimentos e o Total do Número de Empresas Investidas.	37
Tabela 1: Nível de Instrução dos Gestores e Sócios-Gestores	19
Tabela 2: Afiliação das Organizações Gestoras	20
Tabela 3: Gestores de PEVC no Brasil em 1981	25
Tabela 4: Brasil - Principais Dados Macroeconômicos	27
Tabela 5: Estruturas utilizadas pelos veículos de PEVC no Brasil	29
Tabela 6: Distribuição das Oportunidades Cadastradas no Fundo Criatec para o Recebimento de Aporte de Capital por Estado	34
Tabela 7: Distribuição das Empresas e do Montante de Investimentos por Regionais do Fundo Criatec	36

INTRODUÇÃO

A indústria¹ de *Private Equity* e o *Venture Capital* (PEVC) será o objeto de estudo desta monografia, assim, neste capítulo introdutório, o objetivo é apresentar aos leitores alguns dos principais trabalhos da literatura sobre o tema e que suportam a importância de seu estudo. Cabe ressaltar, já de início, que apesar da similaridade em diversos aspectos, que permitem sua exposição conjunta, existe uma diferenciação entre investimentos de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC), a qual será abordada posteriormente com maior profundidade na seção I.2 do Capítulo I.

Dito isto, temos que a literatura sobre o tema nos informa que o estudo do PEVC é importante pelo papel decisivo que possui no desenvolvimento de suas empresas investidas. Empresas que recebem aportes provenientes desta indústria de participações privadas tendem a se desenvolver mais rapidamente, gerando mais valor e emprego para a sociedade (ABDI, 2010; Meirelles, 2005). Outro ponto importante de se destacar, diz respeito ao fato de que empresas investidas pela indústria de PEVC, são empresas que buscam realizar mais inovações radicais e que, também, buscam possuir uma estratégia de comercialização mais agressiva de seus produtos (Rieche e Dos Santos, 2006), já que estas inovações permitem um ganho de competitividade para a empresa no mercado, gerando maiores lucros e consequentemente, retorno para os seus investidores.

Os veículos de investimento² de PEVC também possuem papel importante para o financiamento de Pequenas e Médias Empresas (PMEs), pois propiciam uma alternativa ao mercado de crédito clássico, onde bancos exigem diversas garantias e altas taxas de juros para as empresas deste segmento, já que possuem um maior risco. Os veículos de PEVC, ao realizarem o aporte de capital numa empresa, não demandam o mesmo tipo de garantias, taxas de juros ou prazos que um banco no mercado de crédito exige (Meirelles et al., 2005). Aliás, muitas vezes o investimento de PEVC se dá mesmo antes de existir sequer uma empresa, pois, não raro, se investe numa idéia. Investidores característicos deste segmento

¹ Aqui se utiliza o termo “indústria” no sentido de *industry*, ou seja, um conjunto de atividades econômicas.

² Veículos de investimento se refere ao amplo leque de estruturas legais pelas quais investidores se organizam e nas quais realizam a integralização de recursos, para que os gestores destes veículos ou os próprios investidores - em certos casos - realizem os processos posteriores da atividade de PEVC (ABDI, 2010).

de PEVC são os chamados investidores-anjo (*angel investors*), os quais são muitas vezes indivíduos que realizam pequenos aportes de capital no estágio “embrionário” da empresa (ABDI, 2010; ABDI, 2011; Meirelles et al., 2005; Satiko et al., 2010). Portanto, fica claro que com o investimento do tipo PEVC uma empresa pode se aproveitar não só dos ganhos de gestão que já foram apresentados, mas também de melhores condições para o financiamento de suas atividades. Com um investimento de PEVC, a empresa atrai um parceiro para si, o que está muito além de um simples credor. É preciso salientar, porém, que a exigência de retorno sobre o capital investido pelo investidor de PEVC, existe, e quanto mais incipiente for a empresa investida, maior o retorno exigido e, portanto, o empreendedor deve estar disposto a se desfazer de parte de sua empresa para receber um aporte e ao mesmo tempo que os novos parceiros agregarão valor à empresa, retiraram seus respectivos retornos na maturação do investimento. No Brasil, porém, é característico do setor atuar por meio de participações minoritárias, mas, por exemplo, com poder de veto previsto em arranjos contratuais como o Acordo de Acionistas (ABDI, 2010; ABDI, 2011; Meirelles et al., 2005), de forma que mesmo com uma menor porção da empresa, o veículo de PEVC possa exercer controle e proteger o seu capital investido. A regra quanto à necessidade de retorno do investidor de capital de risco é simples e está relacionada ao seu risco, ou seja, quanto maior o risco, maior será o retorno exigido. Desta forma, em geral, empresas investidas no segmento de *Venture Capital* (VC) devem proporcionar um maior retorno do que empresas investidas no segmento de *Private Equity* (PE). Isto ocorre pois empresas que são alvo de investimento de VC, estão num estágio inicial do seu ciclo de vida e representam um maior risco, enquanto empresas investidas por *players* de PE, são empresas mais maduras, em estágios mais avançados do ciclo de vida e que, portanto, representam menor risco. (ABDI, 2010; ABDI, 2011; Meirelles, 2005).

Os efeitos da indústria de PEVC sobre suas empresas investidas e a economia como um todo, são justificativas mais do que válidas para o seu estudo. O próprio momento vivenciado no país, de grande crescimento do setor, por si só, chama a atenção para o mesmo. Dados de ABDI (2011) são claros nesse sentido, evidenciando o grande salto que ocorreu na atividade no país, principalmente, durante a primeira década do século XXI e com impactos até mesmo na maior diversificação de empresas listadas no mercado bursátil nacional.

Portanto, existe uma ampla gama de possibilidades de abordagem do tema. Nesta monografia, o foco será o estudo de uma iniciativa específica que é o caso do Fundo Criatec I, lançado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pelo Banco do Nordeste do Brasil (BNB), para investimentos de VC, dentro da subcategoria *seed capital* (capital semente).

A base teórica adotada para a elaboração deste trabalho foi o maior número possível de artigos e publicações acadêmicas ou não, que permitissem um maior aprofundamento do estudo do tema escolhido.

O problema de pesquisa desta monografia consiste, portanto, no estudo do Fundo Criatec I, uma iniciativa do BNDES, juntamente com o BNB, para direcionamento de investimentos de VC para PMEs inovadoras com alto potencial de crescimento. Pretende-se apresentar esta iniciativa, destacando seu potencial de apoio a empresas inovadoras.

Com este objetivo, este trabalho está estruturado da seguinte forma: além desta introdução, temos que o capítulo I, a seguir, aborda e explica ao leitor o que é a indústria de PEVC, realizando também a diferenciação entre os conceitos de PE e VC. No capítulo II, se apresenta o histórico da indústria de participações no Brasil, desde a proposta de identificação de sua origem, até os seus desenvolvimentos mais recentes. O capítulo III, trata do estudo de caso propriamente dito e aborda, portanto, o Fundo Criatec. O capítulo foi estruturado a partir de material cedido pelo BNDES sobre o respectivo Fundo, assim como de informações públicas sobre o mesmo, principalmente, retiradas da internet – *sites* de notícias, do BNDES e do próprio Fundo. Também foram realizadas entrevistas com um gestor regional do Fundo, responsável pelo acompanhamento/aceleração das empresas investidas nos estados do Rio de Janeiro e do Pará e com o gestor e uma analista do BNDES responsável pelo Fundo dentro do banco de desenvolvimento. Após o capítulo III, chegamos, então, a conclusão do trabalho.

CAPÍTULO I - O que é o PEVC?

1.1 Aspectos Gerais

A sigla PEVC é junção das palavras *private equity* e *venture capital* que são diferentes modalidades de investimento do setor e que se distinguem pelo volume de recursos financeiros requeridos para os investimentos e por consequência, também se diferenciam pelo porte de empresas em que realizam operações, já que quanto maior a empresa, maior a necessidade de recursos para comprar uma mesma parcela de seu capital. Assim, temos que o *venture capital* fica em geral voltado para micro e pequenas empresas, enquanto o *private equity* para empresas de médio e grande porte.

O PEVC é um segmento do mercado financeiro (Meirelles, 2008), caracterizado pelo aporte de capital em empresas com grande potencial de desenvolvimento e onde os *players* buscam retornos significativos sobre o capital investido de modo que todo o processo seja compensador vis-à-vis os riscos corridos, que em sua maioria são mais altos em relação às demais modalidades de investimento. Isto se dá, devido às características de investimentos privados e ilíquidos que são conduzidos pela maior parte dos veículos de PEVC, o que resulta, por exemplo, em prazos mais longos para realização dos lucros pelos investidores. Tais idiossincrasias, enquadram o PEVC na categoria de investimentos alternativos (ABDI, 2010).

Dito isto, apresentamos a seguir as Figuras 1 e 2 sobre, respectivamente, a estrutura de funcionamento e o ecossistema de PEVC.

Figura 1: Estrutura de funcionamento da indústria de PEVC



Fonte: Ganzi et al. (1998) apud Meirelles (2008)

Pelo estudo da Figura 1, é possível visualizar as diversas fontes de captação disponíveis para um Fundo de PEVC, quais sejam: investidores individuais, também conhecidos como investidores-anjo; fundos de pensão; bancos de desenvolvimento e bancos de investimento.

Como visto na Figura 1, a relação que existe entre os gestores de PEVC e os investidores, se dá através dos veículos de investimento. Os veículos, geralmente, são administrados por organizações gestoras, porém, existem casos em que os próprios investidores realizam a administração, como é o caso das dos veículos de investimento com estrutura de *holdings* (ABDI, 2010).

A relação entre empresas e Fundo também se encontra presente no esquema apresentado na Figura 1, evidenciando o papel dos gestores na avaliação das empresas que solicitam o aporte de capital (ABDI, 2010), o qual, caso aprovado, gera um aporte de recursos do Fundo na empresa, que, então, neste momento, entra para o portfólio de empresas investidas do veículo de PEVC.

Após o investimento, ocorre o acompanhamento contínuo da empresa, aprimorando-se a sua gestão e governança³, principalmente. Tal atividade ocorre durante todo o período posterior ao aporte de capital e se encerra no evento do desinvestimento. Portanto, trata-se de um processo de longa duração, geralmente anos, de acordo com a característica de longo prazo de tais investimentos já abordada anteriormente neste trabalho.

Os desinvestimentos encontram-se representados na Figura 1 e consistem na venda da participação adquirida pelo Fundo. Conforme é demonstrado pelo esquema, esta venda pode ocorrer de diversas formas: IPO (*Initial Public Offering*), que consiste na abertura do capital da empresa em bolsa de valores, alguns exemplos deste tipo de saída foram as ofertas públicas iniciais realizadas por Localiza, Odontoprev e ALL; Fusão/Aquisição, que consiste na venda para um investidor estratégico, um exemplo deste tipo de saída foi o desinvestimento da Advent International (Brasil) na Totvs, o qual contou com a venda de sua participação

³ Diz respeito a Governança Corporativa, um conjunto de sistemas, rotinas e regras pelas quais uma empresa é dirigida, monitorada e incentivada, envolvendo o relacionamento entre suas esferas de controle (acionistas) e execução (executivos). O principal objetivo é o alinhamento de interesses, para a continuidade da empresa e otimização de seu valor (IBGC, 2013).

acionária para o BNDES; Alienação, também conhecido como *write-off* e que consiste na liquidação da empresa, sendo, portanto, o pior dos casos para os gestores e investidores do Fundo. Um exemplo consiste no caso da companhia aérea BRA, a qual recebeu aporte de capital de US\$ 130 milhões em 2006, de quatro organizações gestoras (Gávea Investimentos, Darby, HBK e Millenium) e de outros três fundos internacionais. E devido a problemas não previstos durante o processo de avaliação da operação veio a ser liquidada (ABDI, 2010). É interessante notar que, as liquidações de empresas no Brasil, representam cerca de 8% do total dos desinvestimentos do setor de PEVC (Ramalho e Furtado, 2008 apud ABDI, 2010).

Além dos atores apresentados na Figura 1, existem outros participantes que atuam como coadjuvantes e que, portanto, possuem uma função complementar e de auxílio aos principais membros do ecossistema de PEVC no Brasil. A Figura 2 , demonstra tais participantes.

No campo Prestadores de Serviço, temos participantes importantes como os assessores legais e os consultores, assim como bancos de investimento e bancos comerciais, que também podem entrar no sistema como investidores, conforme já demonstrado anteriormente.

No papel de apoio e fomento ao setor, temos representantes governamentais de pesquisa, desenvolvimento e inovação, como as universidades e laboratórios de pesquisa, assim como de financiamento, cujos expoentes são a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e o BNDES. Com um papel não menos importante, aparecem também as organizações associativas do setor. Neste campo, temos em destaque a Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP), a qual reúne diversos participantes do ecossistema de participações nacional.

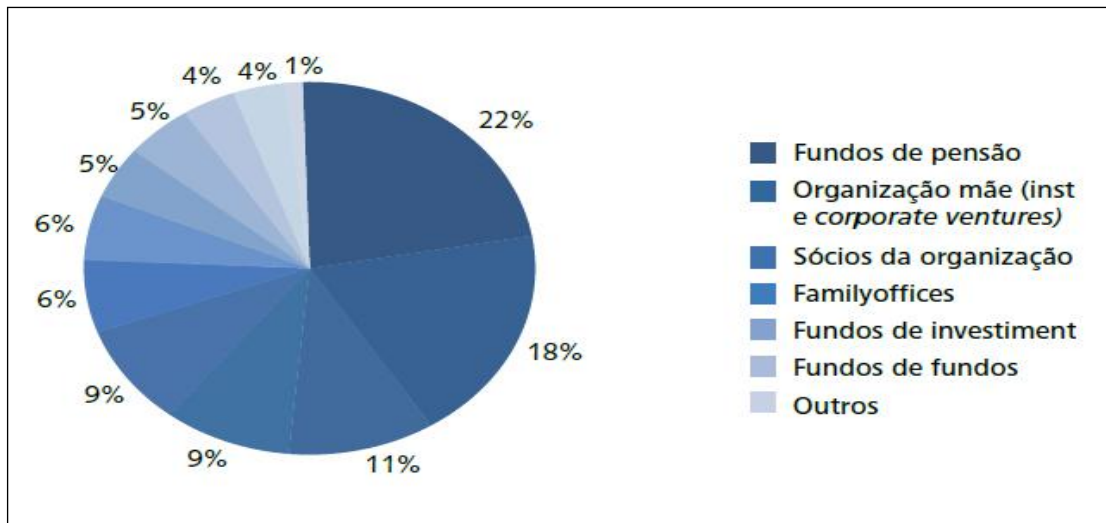
Figura 2: Participantes do Ecosistema de PEVC



Fonte: Ferrary e Granoveter (2009) apud ABDI (2010)

Dados do Gráfico 1, a seguir, demonstram a distribuição dos investidores no montante de capital comprometido em toda a indústria de PEVC no Brasil em 2009.

Gráfico 1: Composição dos investimentos em Fundos de PEVC no Brasil (2009)

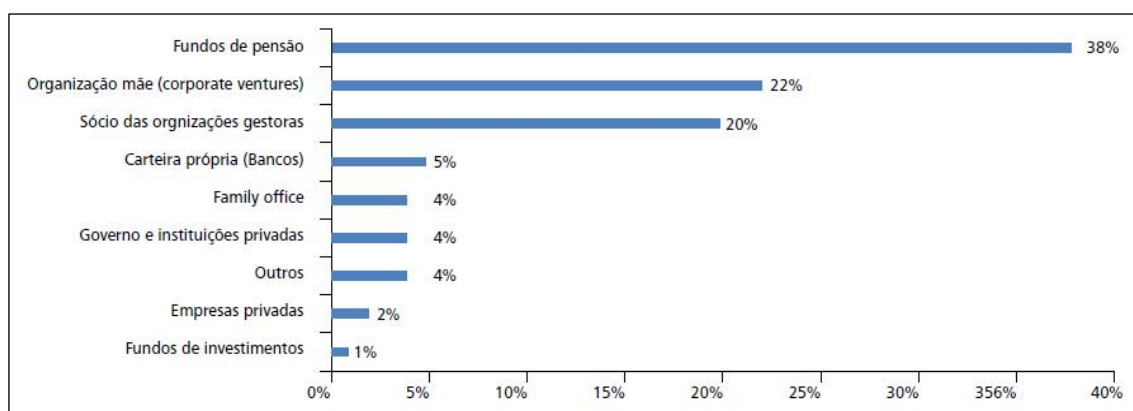


Fonte: Adaptado de Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas apud ABDI (2011)

Pelo exposto, percebemos a predominância dos veículos com recursos advindos de fundos de pensão, representando 22% do capital comprometido do setor em 2009. Quando se considera, somente a origem nacional do capital comprometido, os fundos de pensão aumentam ainda mais sua participação no total de capital comprometido do setor,

representando 33% do total desta rubrica nos dados que levam em conta somente a origem nacional dos recursos. Esta predominância dos fundos de pensão não seria possível se em 2002, não tivesse sido elaborada uma alteração na legislação brasileira, permitindo que parte dos recursos de fundos de pensão fossem alocados em investimentos alternativos (INSEAD e PwC, 2011). Os dados sobre a distribuição do capital comprometido de origem local podem ser visualizados no Gráfico 2, abaixo:

Gráfico 2: Brasil - Breakdown dos investimentos locais (2009)



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas apud ABDI (2011)

Do ponto de vista dos fundos de pensão, os investimentos em PEVC representam a oportunidade de buscar retornos diferenciados, ao mesmo tempo que propiciam uma diversificação maior do portfólio do fundo e conseqüentemente a minimização do seu risco. Isto se dá pelo fato de tais investimentos apresentarem uma baixa correlação com demais modalidades de investimentos (ações, títulos de renda fixa, etc) o que permite uma maior eficiência na gestão da carteira (ABDI, 2010).

Players como os investidores-anjo possuem um papel muito significativo em empresas no estágio *seed* e *startup* (ABDI, 2010), principalmente nas ligadas à tecnologia da informação e comunicação (TIC), pois são, geralmente, ex-empresendedores de sucesso, com experiência nos setores destas empresas e que também, muitas vezes, se configuram nas únicas fontes de recursos que estas empresas nascentes terão para um desenvolvimento mais rápido e robusto.

Os investidores-anjo são indivíduos ou grupos de indivíduos com recursos significativos, disponíveis para investimento, além de em sua maioria já possuírem uma vivência no manejo de empresas, seja como empresários ou empreendedores de sucesso (ABDI, 2010).

Tais investidores vêm crescendo em número no país a cada ano. Um estudo indicativo desta tendência, foi realizada por uma das maiores entidades agregadoras destes investidores individuais no país, a Anjos do Brasil, que apontou um crescimento de 18% entre 2011 e 2012, com o número de investidores passando de 5.300 para 6.300. No mesmo estudo, se apresenta que o volume de capital investido também sofreu variação positiva entre os dois anos, passando de R\$ 450 milhões em 2011, para R\$ 495 milhões em 2012, ou seja, uma variação em termos percentuais de 10%. Apesar deste crescimento do capital investido, o valor médio investido por empresa caiu 7% em 2012, onde foi de R\$ 79 mil, com relação a 2011, onde foi de R\$ 85 mil (Gazeta do Povo, 2012).

Os bancos de investimento possuem considerável volume de recursos para alocação em veículos de PEVC e o fazem de forma a obter retornos de longo prazo, principalmente para casamento com seus passivos de longo prazo (ABDI, 2010). Aqui, o casamento entre ativos e passivos nada mais é que a equivalência entre os fluxos de caixa esperados para entrada de recursos na empresa (ativos) e os de saída (passivo), de forma que as obrigações em dado período, sejam cobertas por receitas com maturidade esperada neste mesmo período.

Os bancos de desenvolvimento desempenham um papel de fomento e também alocam recursos à atividade de PEVC (ABDI, 2010). Uma grande iniciativa nesse sentido, é desempenhada pelo BNDES e o BNB, conforme já vimos, no segmento de VC, com o Fundo Criatec I, um veículo de investimento do tipo FMIEE (Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes), com base legal dada pela ICVM 209, e em operação desde 2007, com um prazo de duração de 10 anos. O Fundo conta com um patrimônio de R\$ 100 milhões para investimentos, sendo 80% dos seus recursos provenientes do BNDES (via BNDESPar) e 20% do BNB. O Criatec I realizou investimentos em 36 empresas⁴ de base tecnológica nacionais, principalmente nos setores de biotecnologia, novos materiais, nanotecnologia, tecnologia da

⁴ Para uma relação das empresas investidas pelo Fundo Criatec I, acessar o seguinte link: <http://fundocriatec.com.br/investidas.php>

informação, entre outros (BNDES, 2011). Tal Fundo finalizou sua fase de investimentos em novembro de 2012 e, assim, entrou na etapa de desinvestimento, a qual deve se encerrar em novembro de 2017, juntamente com o Fundo (BNDES, 2012). Na época de sua criação, em 2007, o Criatec era a única iniciativa com recursos relevantes no país para investimento em *seed capital*, de forma que seus R\$ 100 milhões de patrimônio comprometido, representavam praticamente o total destinado a este nicho da indústria de participações no país.

Com o sucesso da primeira iniciativa, o BNDES, visando continuar o apoio às PMEs de base tecnológica por meio de fundos de PEVC, lançou o Fundo Criatec II e também deverá lançar o Fundo Criatec III no prazo de um ano após o lançamento do edital do segundo fundo (BNDES, 2012).

O edital para o Fundo Criatec II, foi publicado no segundo semestre de 2012, assim como a chamada pública para seleção do gestor do Fundo, sendo que ambas já foram finalizadas. A gestora Ícone Investimentos foi escolhida a gestora vencedora para o Criatec II e deverá levantar R\$ 14 milhões no mercado para, com os recursos aportados pelo BNDES e demais bancos desenvolvimento regionais, perfazer um Fundo com um patrimônio total esperado de R\$ 186 milhões. Os investimentos serão direcionados, como no primeiro Fundo, para PMEs de base tecnológica, sendo o limite de faturamento líquido para as empresas-alvo dos investimentos de R\$ 10 milhões no ano anterior ao investimento. Os principais setores-alvo deste segundo fundo são os de TIC; Biotecnologia; Novos Materiais; Nanotecnologia e Agronegócios. Portanto, seguindo a mesma linha de setores para investimento do primeiro fundo da série – apesar de que, no primeiro fundo, não houve direcionamento setorial dos investimentos. Ao contrário do primeiro fundo, o Criatec II terá como base legal a Instrução CVM 391, sendo, portanto, um Fundo de Investimentos em Participações (FIP) (BNDES, 2012). Tal modificação na estruturação do Fundo se deu somente devido ao fato de que a instrução 391 é mais recente e mais abrangente do que a ICVM 209 de 1994, conforme foi possível levantar com funcionários do banco de desenvolvimento em entrevista para este trabalho, sendo o Fundo, efetivamente regido pelo seu regulamento.

Após uma apresentação detalhada de alguns dos investidores que fazem parte do ambiente da indústria de participações, partimos para a abordagem do papel dos gestores, no

gráfico, apresentados como Companhia de VC/PE. Como visto na figura 1, os gestores são responsáveis pela administração dos fundos e pela avaliação dos empreendimentos.

De forma a realizar uma melhor definição das organizações gestoras no setor de participações, seguimos a caracterização apresentada por ABDI (2010) e que organiza os gestores entre nacionais e internacionais, com tal classificação sendo realizada de acordo com a origem da organização. E no que diz respeito a estrutura da organização, em si, organizando os gestores entre independentes, *corporate ventures*, subsidiárias de instituições financeiras e públicos.

As gestoras independentes caracterizam-se por possuírem grande autonomia e são o grupo mais representativo de gestoras no mundo, também sendo verificada a preponderância deste tipo de organização gestora no ambiente de PEVC nacional. São empresas fechadas (maioria) ou abertas e que possuem uma equipe própria de profissionais altamente qualificados, o que, aliás, é uma característica de todas as organizações gestoras desta indústria (ABDI, 2010).

Tabela 1: Nível de Instrução dos Gestores e Sócios-Gestores

Grau de Escolaridade	2004		2008	
	%	% Acumulado	%	% Acumulado
PhD	3%	3%	4%	4%
Mestrado/MBA	55%	58%	57%	61%
Especialização	15%	73%	13%	74%
Superior Completo	25%	98%	26%	100%
Sem Ensino Superior	2%	100%	0%	100%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: Ramalho e Furtado (2008) apud ABDI (2010)

Os dados apresentados pela Tabela 1, acima, demonstram tal característica. Verificamos que mais da metade dos profissionais que atuam na indústria de PEVC possuem

mestrado/MBA ou são PhDs, perfazendo um total de 61% do profissionais empregados no setor em 2008. Outro ponto interessante de ser notado, no mesmo ano, é a ausência de profissionais que não possuam ensino superior.

As gestoras do tipo *corporate venture* são parte da estrutura de conglomerados empresariais e de corporações que alocam recursos a estas divisões para o investimento em PEVC, principalmente na modalidade de VC (ABDI, 2010).

Gestoras do tipo subsidiárias de instituição financeira, como o próprio nome indica, estão ligadas a estas instituições, as quais alocam parte de seus recursos para investimentos no setor (ABDI, 2010).

Por último, as gestoras ligadas ao setor público são utilizadas para o investimento direto do Estado nas empresas-alvo e no Brasil, o principal representante deste tipo de organização, é o BNDES (ABDI, 2010).

Abaixo, na Tabela 2, é apresentada a distribuição das organizações gestoras de acordo com as classificações expostas acima.

Tabela 2: Afiliação das Organizações Gestoras

Afiliação	2004		2008		2009	
	Nº de Organizações	Comprometimento (US\$ bi)	Nº de Organizações	Comprometimento (US\$ bi)	Nº de Organizações	Comprometimento (US\$ bi)
Organizações independentes	45	3,0	107	20,5	116	29,0
De capital fechado	45	3,0	100	-	109	26,0
De capital aberto	-	-	7	-	7	3,0
Instituições financeiras	20	2,1	15	5,3	16	5,8
Grupos industriais (Corporate Ventures)	4	0,3	3	0,5	2	0,4
Setor Público	2	0,2	2	0,4	2	1,0
Total	116	5,6	127	26,7	144	36,1

Fonte: Adaptado de Base de Dados da GVcepe – Fundação Getúlio Vargas apud ABDI (2011)

Como podemos observar, o grande número de organizações gestoras é do tipo independente, característica essa que se repete nos três anos apresentados e que foi reforçada com o passar do tempo. Outro ponto interessante é a característica de tais organizações possuírem em sua maioria o capital fechado, inclusive, inexistindo em 2004 alguma gestora com capital aberto no país. Após as gestoras independentes, as ligadas às instituições financeiras aparecem em segundo lugar, porém, muito atrás em número de empresas em relação à primeira. Na ponta inferior estão as organizações gestoras ligadas a grupos industriais, as chamadas *corporate ventures*, assim como as ligadas ao setor público, ambas possuindo apenas duas representantes, cada, em 2009.

1.2 A Diferença Entre Venture Capital e Private Equity

Com uma visão mais geral sobre o que é o PEVC, passamos ao momento da diferenciação entre essas duas modalidades de investimento e que nesta monografia são tratadas na maior parte do tempo de forma conjunta.

Assim, temos que a diferenciação geralmente realizada entre os dois tipos de investimentos diz respeito ao tamanho das empresas-alvo da aquisição de participação e conseqüentemente do tamanho do investimento realizado. Aportes do tipo VC são realizados em empresas nascentes, nos estágios *seed*, *startup* e expansão.

O estágio *seed* engloba empresas ainda sem operações e o objetivo do pequeno aporte realizado nestas companhias, geralmente está relacionado ao desenvolvimento de produto, testes de mercado ou ao registro de patentes. Aportes em *startups* envolvem a destinação desses recursos para a estruturação das empresas, num momento em que ainda não comercializam seus produtos. Já aportes na fase expansão, como o próprio nome indica, priorizam a expansão das atividades de exploração comercial dos produtos da empresa, que nesta etapa do ciclo de vida da empresa, já são realizados (Carvalho et al, 2006 apud Meirelles, 2008).

Um exemplo de iniciativa no segmento de VC são os fundos da série Criatec, conforme foram brevemente descritos na seção 1.1 e terá seu primeiro fundo, o Criatec I, como alvo de um estudo mais aprofundado no capítulo III deste trabalho.

Os investimentos do tipo PE são caracterizados por terem como alvo empresas mais maduras e que, portanto, demandam um volume maior de recursos. Os estágios em que são realizados os investimentos são conhecidos como *late stage*; *acquisition finance*; *management buyout/in*; *bridge finance*; *turnaround*; mezanino e PIPE (*Private Investment in Public Equity*). Assim, os investimentos na categoria *late stage* direcionam recursos para empresas que já alcançaram uma taxa de crescimento aproximadamente estável e um fluxo de caixa positivo. Os investimentos do tipo *acquisition finance* têm como alvo empresas com potencial para consolidar certos setores, ou seja, os recursos são direcionados para aquisição de demais empresas pela empresa-alvo do investimento. O *management buyout/in* proporciona recursos para que executivos de uma dada empresa ou externos a mesma, financiem a tomada de controle desta. O *bridge finance* significa a utilização dos recursos de um PE para propiciar a entrada de uma empresa na bolsa de valores, geralmente dentro de um prazo de dois anos. O *turnaround* envolve o aporte de capital em empresas que passam por dificuldades financeiras ou operacionais e onde os gestores e investidores vislumbram a possibilidade de uma recuperação através da injeção de recursos para financiar mudanças estruturais na empresa em que foi adquirida a participação. O mezanino é uma modalidade de PE que é realizada em estágios avançados e envolve a utilização de instrumentos híbridos de financiamento, como dívidas subordinadas e debêntures conversíveis. Finalmente, a categoria PIPE envolve a aquisição de participação por parte de um Fundo de PE em uma empresa já aberta em bolsa de valores, por exemplo, com vistas a desenvolver sua governança e seu relacionamento com os investidores, de forma a ganhar posteriormente com a valorização dos papéis (Carvalho et al, 2006 apud Meirelles, 2008).

Um exemplo de investimento do tipo PE, de sucesso, é representado pela participação adquirida através de investimentos feitos na Localiza em 1997 pela Donaldson, Lufkin & Jenrette. No total, o aporte foi de US\$ 50 milhões por um terço da empresa. Com a capitalização a empresa se tornou mais competitiva e focou seus esforços em aumentar o seu volume de negócios e índices de produtividade. Em 2005, a participação adquirida por tal soma, foi vendida em um IPO pelo Credit Suisse (administrador do Fundo que comprou a participação na empresa em 1997) por US\$ 130 milhões, após terem promovido o crescimento da empresa e o aumento de sua credibilidade no mercado público (ABVCAP e Localiza, 2013).

Após explicarmos neste capítulo o que é o PEVC, primeiramente, apresentando os seus aspectos gerais e num segundo momento, apresentando as diferenças que existem entre o PE e o VC, – inclusive, com suas divisões internas – no próximo capítulo, abordaremos o histórico do setor no país. Para isto, apresentaremos uma proposta de origem do mesmo e estudaremos como ocorreu a sua evolução, dividindo o estudo em duas partes, uma posterior a 1994 e outra após. Tal divisão se deve a novas regulamentações do setor de PEVC que passaram a vigorar em 1994, como a dada pela ICVM 209, já abordada anteriormente, e também pelo fato de que neste ano, também temos o marco de estabilização econômica do país, o Plano Real, e que contribuiu para a melhoria do ambiente econômico nacional, propiciando melhores condições para o desenvolvimento da indústria de participações no país.

Capítulo II – O Histórico do PEVC no Brasil

II.1 O Início

A origem do PEVC no Brasil poderia ser relacionada às grandes navegações européias iniciadas no século XV em Portugal e Espanha. Assim, no caso brasileiro, estaria intimamente ligada à expedição de Pedro Álvares Cabral em 1500 e que contou com o investimento de Portugal no empreendimento (ABDI, 2011). A ideia é que assim como um empreendedor de risco, Portugal, ainda que uma nação, teria atuado de forma semelhante com que os investidores do setor de PEVC operam e, portanto, a origem da analogia.

Porém, neste trabalho, tomaremos o PEVC como um fenômeno mais recente no país, com sua origem no século XX. Ainda que alguns autores identifiquem o início das atividades do setor, no Brasil, em 1974, como uma iniciativa do BNDES, por meio da criação de três subsidiárias, as quais viriam a ser fundidas em 1982 e resultariam na BNDESPar (Meirelles et al., 2008), seguiremos a análise de Ramalho (2010 apud ABDI, 2011) na identificação da origem das atividades do setor no país em 1964, mais especificamente, no dia 24 de setembro deste ano, com a criação da *Adela Investment Company* (AIC), companhia esta, ligada a *Atlantic Community Development Group for Latin America* (ADELA), uma força-tarefa da *North Atlantic Treaty Organization* (NATO) para o desenvolvimento econômico da América Latina.

Tal companhia investiu em *startups* e PMEs no país, completando o seu ciclo de investimento e realizando o re-investimento dos lucros em ativos no próprio Brasil (U.N, 1965; Fox, 1996; Rivera, 2007; Boyle e Ross, 2009 apud ABDI, 2011). Apesar disso, a empresa encerrou suas operações no país em 1980, devido a problemas financeiros (ABDI, 2011).

Uma iniciativa contemporânea à AIC na década de 1960, o IFC (*International Financial Corporation*), braço de investimentos do Banco Mundial, realizou investimentos em participações acionárias em empresas do país no período 1966-1967 (U.N, 1965 apud ABDI, 2011), o que também contribuiu para o adiantamento da “data de nascimento” do PEVC no Brasil, ainda que estas sejam iniciativas lideradas por estrangeiros.

II.2 O Período anterior ao Plano Real (1994)

Definido este momento de origem das atividades do setor no país, verificamos que durante as décadas de 1960, 1970 e 1980, até meados da década de 1990 a evolução do setor foi lenta. Para evidenciarmos esse desenvolvimento mais demorado, temos que em 1981, existiam nove organizações gestoras ativas, segundo dados da Tabela 3, expostos abaixo:

Tabela 3: Gestores de PEVC no Brasil em 1981

Gestores	Início	Controle	Observações
ADELA	1967	Privado	Operação local em 1967 e investimentos no Brasil desde 1965.
COBESA	1973	Privado	-
IBRASA, FIBASE e EMBRAMEC	1974	Público	BNDSPar após 1981.
Brasilpar	1975	Privado	-
Brazilinvest	1976	Privado	33.33% Grupos privados nacionais, 33.33% governo Brasileiro e 33.33% empresas internacionais.
MGI	1977	Público	-
Multipar	1977	Privado	-
PROPAR	1977	Público	-
Brasinterpart	1979	Privado	-

Fonte: Adaptado de IFC, 1981 (apud ABDI, 2011)

Ainda, temos que em meados de 1988 existiam apenas 15 gestoras ativas, com um capital comprometido de US\$150 milhões (Costa e Lees, 1989 apud ABDI, 2011) e que somente em 1986, as Sociedades de Capital de Risco (SCR) foram institucionalizadas no Brasil. Tal marco é representado pela Resolução nº 1.184 do Conselho Monetário Nacional (CMN), de 04/09/1986, alterado pela Resolução nº 1.346, 18/07/1987 (Leite, 2008). Após a promulgação da Lei, as SCR passaram a contar, então, com isenções e incentivos fiscais para sua atuação (Gorgulho, 1996; Pavani, 2003; Sousa, 2008 apud ABDI, 2011), porém, foram efetivas por um curto período de tempo, já que em 1988, a Lei Nº 7.714/88 cancelou tais benefícios. Para além da instabilidade regulatória, a iniciativa de 1986 surtiu pouco efeito, também, devido a diversas deficiências em seu texto. Para evidenciar, o trecho de Gorgulho (1996 apud ABDI, 2011, página 60) é esclarecedor:

“Embora esta regulamentação tenha sido uma boa ideia para fomentar a indústria de PE/VC no Brasil, ela se mostrou insustentável, pois: a) excluía as médias e grandes empresas; b) não permitia a utilização de instrumentos de dívida; c) a regulamentação do BACEN sobre ganho de capital era incompatível com as SCR; d) A Lei No 7.714/88 cancelou os benefícios fiscais. Como consequência,

apenas poucas iniciativas foram realizadas sob a regulamentação do Decreto-Lei 2.287/86, não tendo prosperado muito tempo (Costa e Lees, 1989; Gorgulho, 1996; Pavani, 2003). Exemplos de SCRs constituídas fora a ACEL Sociedade de Capital de Risco, do Rio de Janeiro e focada em empresas de tecnologia, e a PAD Investimentos, de São Paulo e focada em empresas com produtos e serviços diferenciados. Elas fizeram menos de 10 investimentos no total e encerraram suas operações no início dos anos 90.”

Porém, como é de fácil verificação pelo momento histórico vivido pelo país em meados da década de 1980 e início dos anos 1990, não só uma deficiência na legislação para atendimento às especificidades do setor trazia dificuldades para o seu maior crescimento, mas preponderantemente, o momento econômico e político de instabilidade que ocorreu no Brasil em tal período, contribuiu para dificultar o ambiente de atuação necessário para um maior avanço da indústria de PEVC.

Assim, concluímos com uma passagem de ABDI (2011, página 33) que descreve os principais fatores para que haja um ambiente propício ao crescimento do PEVC em uma nação, da seguinte forma:

“À medida que as economias nacionais apresentem dimensões adequadas, com PIBs superiores a US\$500 bilhões, instituições garantidoras do cumprimento de contratos, mercados de capitais ativos, que apresentem facilidade para abertura de capital, estabilidade institucional e macroeconômica, governos com atitudes e políticas favoráveis à criação de novas empresas, à transformação de empresas tradicionais, o modelo de PE/VC se instala e se consolida.”

II.3 O Período Pós-Plano Real

A partir do Plano Real em 1994 e da conseqüente estabilização econômica do país, após as reformas estruturais implementadas pelos governos democráticos, o setor passou a experimentar um ambiente mais propício ao seu crescimento (Leite, 2008). Evidências nesse sentido, são apresentadas pelos dados constantes da Tabela 4, abaixo:

Tabela 4: Brasil - Principais Dados Macroeconômicos

Indicadores	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Capital Comprometido (US\$ bi)	3,7	4,9	5	4,7	4,8	5,6	7,2	13,5	22,7	28,1	36,1
Capital Comprometido (% PIB)	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	0,8	1,2	1,7	1,7	2,3
Crescimento do PIB (%)	0,2	4,3	1,3	2,6	1,1	5,7	3,1	3,9	6,0	5,2	-0,3
Inflação Anual (%)	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,6	3,1	4,5	5,9	4,3
IPOs	1,0	1,0	0,0	1,0	0,0	7,0	9,0	26,0	62,0	5,0	6,0
Volume da Bovespa (US\$ bi / ano)	86,0	95,0	65,0	39,0	71,0	114,0	172,0	281,0	677,0	590,0	747,0
Investimento Estrangeiro (US\$ bi)	28,5	32,7	22,4	16,6	10,1	18,1	15,1	18,8	34,5	45,0	25,9
Fundos de Pensão (US\$ bi)	69,0	79,0	72,0	65,0	78,0	96,0	137,0	175,0	258,0	191,0	296,0

Fonte: Adaptado de Carvalho (2012)

Conforme podemos observar, com condições econômicas mais favoráveis no Brasil, durante a primeira década do século XXI, constatamos um grande crescimento do capital comprometido pelas gestoras do setor de PEVC no país. Inicialmente, no período compreendido entre 1999 e 2004, o crescimento anual de tal rubrica foi de 9% a.a., saindo de US\$ 3.7 bilhões em 1999 para US\$ 5.6 bilhões em 2004. No período posterior, compreendido entre 2004 e 2009, tal crescimento chegou a ultrapassar os 50% ao ano, saindo de US\$ 7.2 bilhões em 2005, para US\$ 36.1 bilhões em 2009 (Carvalho, 2012).

Assim, fica evidenciada a importância de um ambiente econômico estável e com sólidos fundamentos macroeconômicos para que o setor de PEVC tenha condições de se desenvolver. Porém, isto não tira a importância que deve ser dada ao arcabouço institucional de apoio às atividades do setor.

Neste sentido, importantes resoluções e leis que foram promulgadas também contribuíram para o crescimento do PEVC no país após a estabilização econômica experimentada pelo Brasil pós-1994 e que também fazem parte, portanto, da história do setor no país.

A primeira destas medidas legais que visaram auxiliar e incentivar a atuação dos veículos de PEVC no país, foi a ICVM 209, estabelecida em 1994 e que regulamentou os FMIEEs, possibilitando assim, um meio legal no país para os veículos que se dedicavam a investir em PMEs, já que tais FMIEEs contavam com um limite de tamanho para as companhias a serem investidas pelos gestores de PEVC. Em 2003, porém, com a ICVM 391, foram regulamentados os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), os quais não contavam com limite de tamanho para as empresas-alvo de investimentos (Carvalho, 2006

apud Siqueira, 2011). Assim foi criado um veículo de investimento nacional com características muito mais próximas das existentes nos principais mercados de PEVC, principalmente, dos Estados Unidos da América (EUA), aproximando, então, a legislação do país, no que toca ao setor, à presente nos mercados de maior sucesso da indústria de participações privadas. Não por acaso, foi verificada uma rápida utilização pelos *players* da nova estrutura de FIPs, criada pela ICVM 391.

Outro fator importante para a alavancagem do desenvolvimento do setor no país, foi estabelecido em 2002, com a permissão para que os fundos de pensão investissem parte de seus recursos (US\$ 342 bi em ativos em 2010) em investimentos alternativos, como é o caso do PEVC (INSEAD e PwC, 2011).

Desta forma, o sucesso das regulamentações do setor nos últimos anos são descritas por Meirelles (2005, página 17) da seguinte maneira:

“Os veículos estruturados sob a forma de holdings eram muito comuns até 1994. De 1994 até 1998, as LPs passaram a representar mais da metade dos fundos de VC/PE lançados anualmente. A partir de 1999, os fundos criados sob as instruções CVM passaram a ganhar importância, com destaque para os FIPs, que correspondem a mais da metade dos fundos lançados a partir de 2003. A tendência é que os FIPs ocupem o lugar das LPs como estrutura de preferência para os investimentos em VC/PE no Brasil.”

Abaixo, a Tabela 5 demonstra a atual distribuição das estruturas de veículos de PEVC no país, onde é facilmente identificável que as principais estruturas utilizadas para os investimentos do setor são, realmente, as *limited partnerships* (LPs) e os FIPs.

Tabela 5: Estruturas utilizadas pelos veículos de PEVC no Brasil

Estrutura Legal	2004		2008		2009	
	Nº de veículos	Comprometimento (US\$ bi)	Nº de veículos	Comprometimento (US\$ bi)	Nº de veículos	Comprometimento (US\$ bi)
LPs	29,00	3,45	45,00	9,06	63,00	13,41
FMIEE (CVM 209)	21,00	0,17	26,00	10,39	34,00	0,58
FIP (CVM 391)	11,00	0,62	37,00		67,00	5,96
CVM 302 e 409	12,00	0,50	9,00		9,00	0,65
CVM 398	-	-	1,00		1,00	0,01
Holdings	20,00	0,52	31,00	0,53	31,00	0,85
Investimento direto	-	-	13,00	4,53	16,00	5,06
Divisão de empresa não-financeira	2,00	0,31	4,00	0,27	3,00	0,35
Outros	2,00	0,01	15,00	1,87	15,00	2,06
Total	97,00	5,60	181,00	26,60	239,00	28,90

Fonte: Adaptado de ABDI (2011)

É interessante notar que em 2009 os investidores brasileiros eram responsáveis por 62% do total de capital comprometido do setor (ABDI, 2011) e que apesar do crescimento dos estrangeiros, os investidores domésticos ainda deveriam manter posição de destaque, principalmente, pela sua maior rede de contatos e conhecimento do mercado doméstico (INSEAD e PwC, 2011).

Assim, finalizamos a apresentação do histórico do setor com a proposta de divisão do histórico em um período pré e pós Plano Real. A seguir, no próximo capítulo, trataremos de um caso específico de iniciativa do setor público no segmento de *Venture Capital* no país, o qual foi protagonizado pelo BNDES e pelo BNB.

Capítulo III - Estudo de caso: O Fundo Criatec

Neste capítulo, temos a principal parte deste trabalho. Para sua elaboração, é importante destacar que o autor contou a disponibilização de material sobre o Fundo Criatec pelo BNDES, o qual foi apresentado e entregue em entrevista que também foi utilizada no conteúdo do capítulo, assim como uma entrevista com o gestor regional do Criatec para o Rio de Janeiro e o Pará. Outras fontes de informação, como o *site* do BNDES e do próprio Fundo também foram utilizadas. Isto esclarecido, passemos ao capítulo em si.

III.1 A Origem do Fundo Criatec

O Fundo Criatec foi uma iniciativa do BNDES para investimento em pequenas empresas inovadoras de todo o Brasil com lançamento em novembro de 2007, porém suas origens remontam a experiências do banco na indústria de capital de risco que ocorreram a partir de meados da década de 1990.

Por volta de 1994 o banco começou a atuar na indústria de capital de risco por meio de fundos, logo após a promulgação da ICVM 209 (FMIEE) e estes primeiros fundos do BNDES eram voltados para a modalidade PIPE, devido a escassez de recursos que existiam na época para o investimento em empresas de menor porte, ou seja, dentro do campo que abrange o VC. Antes desta nova regulamentação, o banco de desenvolvimento atuava no segmento por meio de parcerias com empresas do setor, como foi o caso da Companhia Riograndense de Participações (CRP) e da Pernambucanas. Por meio destas iniciativas o BNDES pôde perceber o potencial da indústria de participações para o país, ainda mais quando visualizava o desenvolvimento do setor em outros países, com desdobramentos importantes para a economia. Foram estes os casos dos EUA, Israel e Reino Unido, onde a indústria de participações tem um papel importante no financiamento e viabilização de novas empresas inovadoras e no fomento ao empreendedorismo.

Assim, entendendo que o BNDES deveria abordar segmentos do mercado capital de risco com uma menor presença do setor privado, a partir de 1999, seus gestores começaram a lançar fundos voltados para o VC, já que o segmento de PE, por conter menor risco, possuía e

possui até hoje, uma maior presença do setor privado, tanto nacional, quanto internacional. Estes fundos para investimento em pequenas empresas inovadoras pelo banco de desenvolvimento no final da década de 1990 foram os seguintes:

- RSTec (1999);
- SCTec (2001);
- SPTec (2002);
- Nordeste I (2002);
- MVP Tech Fund (2003).

Tratavam-se de fundos regionais, de pequeno porte – patrimônio comprometido de aproximadamente R\$15 milhões – e que tinham o foco de seus investimentos em pequenas empresas de base tecnológica. Com estas experiências, o BNDES conseguiu apoiar, com investimentos, 41 empresas, incentivando a inovação e o empreendedorismo, com um total de R\$ 63 milhões em investimentos aprovados. Apesar dos pontos positivos alcançados com os fundos, o BNDES enfrentou algumas dificuldades com estas iniciativas e que também serviram de aprendizado para o lançamento do Criatec. Algumas destas dificuldades dizem respeito a concentração dos investimentos num dado setor. Como se tratava do final da década de 1990, os investimentos foram concentrados em empresas do setor de TI e o BNDES teve dificuldades com estes investimentos após o estouro da bolha da informática em 2000⁵, que, inclusive, impactou negativamente no processo de desinvestimento e conseqüentemente na rentabilidade da carteira, com apenas uma das iniciativas proporcionando retorno acima da inflação para o banco. Este fato certamente não contribuiu para atrair o setor privado para a atividade de VC, como era o objetivo do BNDES com suas iniciativas e ainda o é. Ainda sobre as lições aprendidas com os fundos regionais, o tamanho reduzido dos fundos, em termos de recursos, colocava pressão na remuneração do gestor e de sua equipe, dificultando a formação e manutenção dos mesmos, ocasionando, ainda, dificuldades para a realização de novos aportes em empresas com boa performance.

⁵ A bolha da informática, conhecida também como bolha da internet ou bolha das pontocom, consistiu na alta valorização dos papéis de empresas do setor no mercado americano (NASDAQ) e seu conseqüente colapso durante o final da década de 1990 (O'Brien e Tian, 2006).

III.2 A Estrutura e Organização do Fundo

Assim, com base nas suas próprias experiências anteriores no segmento de capital de risco, o BNDES estruturou o Fundo Criatec. Com este novo fundo, o banco buscou, ao invés do que ocorreu nas iniciativas anteriores, alcançar todo o território nacional por meio de um único veículo. Tal escolha se deveu ao fato de que uma estrutura nacional, com um único fundo, gera redução de custos, significando mais recursos disponíveis para investimento e remuneração de empresas e gestores, ao mesmo tempo em que são geradas maiores externalidades de rede. Estas externalidades permitem uma maior interação intrafundo, o que facilita o compartilhamento de experiências e oportunidades, aumentando a sua eficiência.

O Criatec está estruturado da seguinte forma: um consórcio (formado por Antera e Inseed) atua como gestor nacional do Fundo e supervisiona uma rede de gestores regionais que estão localizados nos seguintes estados:

- Santa Catarina;
- São Paulo;
- Rio de Janeiro;
- Minas Gerais;
- Pernambuco;
- Ceará;
- Pará.

Os gestores regionais são responsáveis pelas empresas investidas em suas respectivas regiões e, portanto, são o elo de ligação entre os empreendedores e o Fundo, com um papel fundamental no relacionamento entre os mesmos e na aceleração/monitoramento destas empresas. Em média, cada gestor regional é responsável por 5 empresas do portfólio, já que tratam-se de 7 regiões e o Fundo possui 36 empresas em seu portfólio. Estas organizações gestoras regionais foram localizadas dentro de importantes pólos de inovação dentro de suas respectivas regiões de forma, principalmente, a melhor identificar oportunidades e usufruir de vantagens para o cumprimento de sua missão, que na fase de investimento consiste em prospectar oportunidades de investimento; na fase de monitoramento/aceleração, agregar valor as empresas investidas e na fase final, de desinvestimento, realizar a saída da empresa

via abertura de capital, venda para investidor estratégico, venda para outro fundo ou realizar o resgate das ações. O papel do gestor regional dentro do Criatec, fica bem demonstrado pela leitura do seguinte trecho presente no site do Fundo:

“Além do investimento, o Criatec participa ativamente da gestão das empresas, dando suporte estratégico e gerencial ao empreendedor, ajudando na seleção e formação da equipe, definindo metas e acompanhando os resultados. O estilo é ‘mão na massa’ e o objetivo é a construção em conjunto.”
(<http://www.fundocriatec.com.br/interna.php?p=quemSomos>).

Assim, as organizações gestoras regionais estão em contato com os seguintes centros de inovação:

- RJ – COPPE;
- SP – Inova;
- MG – Biominas;
- SC – Celta;
- PE – Porto Digital;
- CE – Proeta (Embrapa);
- PA – UFPA.

No caso do Rio de Janeiro, temos que a proximidade com a COPPE resultou em investimentos em empresas que encontram-se ou estiveram encubadas na incubadora de empresas do instituto de pesquisa. O que também verifica-se em outras regiões, como o Pará, onde uma iniciativa de empreendedores ligados à universidade UFPA faz parte das empresas investidas pelo Fundo.

III.3 A Etapa de Investimentos

Ainda, em relação as empresas investidas pelo Fundo, o Criatec adotou uma meta ambiciosa para a formação de sua carteira de 36 empresas. Tal fato fica claro quando se considera a própria quantidade de empresas em carteira e o fato de que nos primeiros 24 meses de Fundo, a meta era aprovar 24 investimentos e durante os quatro primeiros anos, aprovar o total de 36 investimentos.

Na etapa de investimentos, o Fundo teve a sua disposição 1847 oportunidades para avaliação. O que se configura, portanto, num número expressivo de empresas que procuraram aporte de capital de um veículo de investimento de PEVC e ao mesmo tempo, vislumbraram o BNDES e o BNB como bons parceiros para o desenvolvimento de suas respectivas empresas. Cabe ressaltar, que com tal número e o total de empresas investidas pelo Fundo, a taxa de aprovação foi de 2%, o que coloca o Criatec na média mundial que é de 1% a 3%, segundo informações disponibilizadas pelo BNDES.

Tais oportunidades foram provenientes dos mais diversos estados da federação e estiveram distribuídas da seguinte forma pelas regionais do Criatec:

Tabela 6: Distribuição das Oportunidades Cadastradas no Fundo Criatec para o Recebimento de Aporte de Capital por Estado

Regionais	Oportunidades Regional x Total
PA	3%
CE	4%
PE	8%
MG	15%
RJ	17%
SP	38%
SC	15%
Total	100%

Fonte: BNDES

Assim, verificamos um maior número de empresas na regional São Paulo (38%), colocando-a muito a frente das demais em termos de oportunidades para avaliação. Em seguida aparecem as regionais do Rio de Janeiro (17%), Minas Gerais (15%) e Santa Catarina (15%). Verificamos, então, uma concentração das empresas no sudeste (50%) do país, principalmente, já que em seguida aparecem as regionais de Pernambuco (8%) e Ceará (4%) que juntas representam 12% para o nordeste, o que coloca a região muito próxima da região sul, representada pela regional de Santa Catarina. A regional com o menor número de oportunidades em relação ao total do Fundo, foi a do Pará (3%). O que assinala um ambiente de inovação ainda muito deficiente na região Norte do país.

Durante a avaliação das empresas para a realização dos investimentos, as empresas foram avaliadas em relação a diversos aspectos para determinar a sua qualidade como potenciais empresas da carteira do Fundo. Os pontos em que os gestores se basearam para fazer o levantamento da qualidade das oportunidades foram os seguintes:

- Equipe;
- Tecnologia;
- Mercado;
- Projeções Financeiras;
- Possibilidade de desinvestimento.

Levando-se em conta tais eixos de avaliação, o BNDES calculou que 3,6% das empresas se encontravam no primeiro quartil de qualidade e 5,6% no segundo quartil. Desta maneira, o banco de desenvolvimento identificou que ainda havia um universo de empresas inovadoras com qualidade suficiente para receber aportes do tipo PEVC e que não poderiam ser contempladas apenas com um Fundo de 36 empresas. Assim, destas oportunidades ainda presentes no mercado, surgiram as iniciativas dos fundos Criatec II e Criatec III nos quais, após o primeiro fundo, o BNDES espera contar com um número cada vez maior de investidores parceiros, nacionais ou não, mas que vejam valor no investimento em pequenas empresas inovadoras nacionais. Também é interesse do banco de desenvolvimento, com estas suas iniciativas, chamar a atenção do segmento privado para o investimento em capital semente (*seed capital*) e, portanto, no venture capital, demonstram que é possível realizar investimentos que dêem retorno neste segmento da indústria de PEVC no Brasil que é menos atendido pelo capital privado.

Após a análise das oportunidades, e a identificação das empresas a serem investidas, levando-se em conta as metas de investimento, as quais já foram abordadas, o Fundo passa efetivamente a realizar o aporte de capital nas empresas selecionadas pelos gestores e que passaram pelo crivo do Comitê de Investimentos do Fundo, que nada mais é do que um grupo com a presença de representantes dos investidores, gestores nacionais, regionais e de membros independentes com reconhecida experiência em questões de inovação. O investimento de R\$1,5 milhão de reais, porém, não é feito de uma única vez. O Criatec se

utiliza da ferramenta de rounds de investimentos, o que permite o Fundo minimizar o seu risco – pois, o capital é injetado em etapas - e mitigar problemas de agência⁶ – pois, ao condicionar o aporte a metas de utilização dos recursos, o Fundo é capaz de manter uma maior influência sobre o empreendedor.

Assim, do total de R\$100 milhões de capital comprometido do Fundo, R\$50 milhões foram direcionados para os investimentos em 1º round do Fundo e R\$20 milhões para os investimentos de 2º round nas empresas de maior destaque e potencial da carteira. Os R\$30 milhões restantes, foram direcionados para as despesas com o Fundo e remuneração das organizações gestoras.

Até dezembro de 2011 os investimentos aprovados pelo Comitê de Investimentos do Criatec estavam distribuídos da seguinte maneira pelas regionais:

Tabela 7: Distribuição das Empresas e do Montante de Investimentos por Regionais do Fundo Criatec

Regionais	Número de Empresas	Investimento
PA	1	R\$ 1,5 MM
CE	4	R\$ 5,7 MM
PE	5	R\$ 6,9 MM
MG	8	R\$ 11,8 MM
RJ	5	R\$ 7,0 MM
SP	8	R\$ 16,7 MM
SC	5	R\$ 11,8 MM
Total	36	R\$ 61,4 MM

Fonte: BNDES

Como a figura demonstra, a regional com o maior valor sob gestão é a de São Paulo (R\$16,7 milhões), distribuídos por 8 empresas em carteira. Em seguida, aparecem as regionais de Minas Gerais (R\$ 11,8 milhões) e Santa Catarina (R\$ 11,8 milhões), sendo que a regional mineira conta com 8 empresas em carteira e a catarinense com 5 empresas. A regional do Rio de Janeiro (R\$ 7 milhões) é a quarta maior em valor, com 5 empresas em carteira, sendo seguida pela regional de Pernambuco (R\$ 6,9 milhões), com o mesmo número de empresas em sua carteira. As duas últimas regionais em termos de valor sob gestão são as do Ceará (R\$

⁶ Problemas de agência, dizem respeito aos possíveis conflitos de interesses que possam existir entre empreendedores e investidores na operação da empresa.

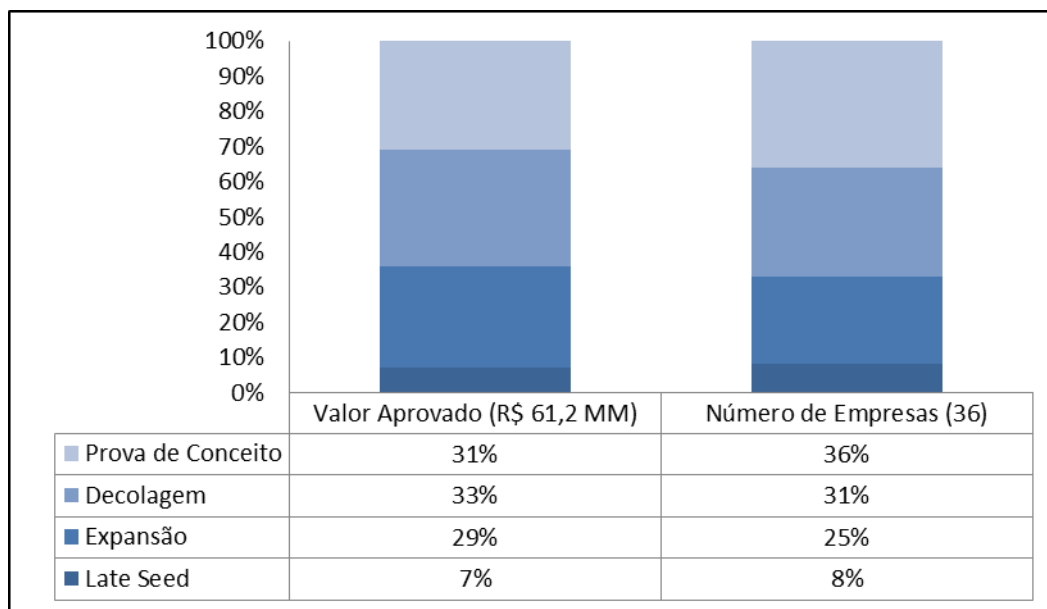
5,7 milhões) e Pará (R\$ 1,5 milhões), a primeira contando com 4 empresas em carteira e a última com apenas uma.

No que se refere ao estágio de desenvolvimento das empresas investidas, as classificações utilizadas pelo BNDES e o seu respectivo significado são as seguintes:

- Prova de conceito: empresa sem faturamento e com incerteza quanto a viabilidade do produto;
- Decolagem: empresa com produto testado e fase de lançamento no mercado;
- Expansão: empresa com produto lançado e em fase de expansão no mercado;
- *Late Seed*: empresa em expansão, com faturamento de R\$4,5 a R\$6 milhões.

Dentro destas classificações, as empresas investidas estão distribuídas da seguinte forma, no que se refere ao total investido e ao total de empresas investidas:

Gráfico 3: Distribuição por Estágio do Ciclo de Vida das Empresas Investidas pelo Fundo Criatec, com Relação ao Total do Valor Aprovado de Investimentos e o Total do Número de Empresas Investidas.



Fonte: BNDES

Pela figura, observamos que quanto ao total de 36 empresas investidas pelo Criatec, o maior número de empresas da carteira está no estágio Prova de Conceito (36%), em seguida,

temos, Decolagem (31%), Expansão (25%) e Late Seed (8%). Quanto ao total de R\$ 61,2 milhões investidos, temos que as empresas estão distribuídas por estágios da seguinte forma, Decolagem (33%), Prova de Conceito (31%), Expansão (29%) e *Late Seed* (7%). Desta forma, fica claro, portanto, o foco que foi dado pelo Fundo ao investimento em oportunidades, realmente, ainda muito incipientes, com quase 70% das empresas investidas nos estágios de Prova de Conceito e de Decolagem.

III.4 O Processo de Monitoramento/Aceleração

Quanto ao processo de monitoramento/aceleração realizado pelo Fundo em suas empresas investidas, na busca por aumentar o seu valor, através dos gestores regionais, temos que ela é realizada sob cinco pontos de vista:

- Estratégia e Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação;
- Comercial;
- Operacional;
- Financeiro;
- Recursos Humanos.

Assim, no que se refere a Estratégia e Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, no campo da Estratégia, as ações do Fundo são direcionados para a construção de um planejamento estratégico para cada empresa investida, o que é representado pelo seu plano de negócios. No plano de negócios (*business plan*), segundo um gestor regional entrevistado para este trabalho, o grande valor está no exercício de produzi-lo, nas informações e dados que são compilados e passam a dar um maior entendimento e direção a ser seguida pela empresa para o empreendedor e também para o próprio gestor, principalmente, com a identificação das qualidades e defeitos do empreendimento. O seguinte trecho de ABDI (2010, página 126) indica, claramente, quais são as principais informações de um plano de negócios:

“O Plano de Negócios é dividido em três partes principais:

- O conceito do negócio, na qual se descreve a indústria, a estrutura do negócio, o produto ou serviço a ser oferecido e a forma de tornar o negócio um sucesso;

- O mercado, na qual se descreve os potenciais clientes (quem são, o que os fará comprar o produto ou serviço entre outras coisas), os concorrentes e a estratégia para vencê-los;
- Os demonstrativos financeiros, na qual se destacam o balanço patrimonial, o demonstrativo de resultado do exercício e o fluxo de caixa.”

Assim, o plano de negócios é constante alvo de revisões e como destacado por gestor do BNDES entrevistado para este trabalho, não deve ser visto como algo fixo ou que limite a ação dos empreendedores. O que é um ponto de vista muito próximo ao apresentado pelo gestor regional, indicando que o plano de negócios é um meio de se conhecer melhor a empresa e sua situação, no momento de sua confecção, e que deve ser utilizado de forma a auxiliar a tomada de decisão.

Em relação a Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (P,D&I), o Fundo indica consultoria de propriedade intelectual às suas empresas, pois entendem que a propriedade intelectual (patentes) são um dos maiores ativos das empresas da carteira do Criatec. Além disso, auxiliam as empresas na captação de subvenções para suas atividades de P,D&I para o melhoramento ou lançamento de produtos no mercado. Nos anos de 2009 e 2010, os gastos com P,D&I em relação a receita operacional líquida (ROL) das empresas investidas pelo Fundo representaram, respectivamente, 18% e 20%. Outros números do Criatec, em relação ao tema de inovação, são o total de 19 patentes depositadas (1 concedida) e um total de 249 produtos lançados no mercado por suas empresas.

Quanto ao aspecto comercial do monitoramento/aceleração das empresas, o Criatec indica consultorias comerciais e de comunicação para contratação das empresas durante os processos de colocação dos produtos desenvolvidos no mercado. Tal processo, é um dos mais importantes e desafiadores enfrentados pelas empresas inovadoras e a própria presença do Criatec na composição acionária das mesmas é visto como uma credencial de qualidade. Apesar disso, o trabalho de monitoramento dos gestores regionais de indicadores financeiros que demonstrem o sucesso da empresa em colocar os seus produtos no mercado, como o monitoramento da receita líquida, é constante, até que se chegue a formação de uma efetiva carteira de clientes e a colocação do produto no mercado esteja estabilizada.

Quanto ao aspecto operacional das empresas, o Criatec, por meio das gestoras regionais, realiza um acompanhamento muito próximo às empresas de seus custos e despesas, com especial atenção para indicadores como cash burn - o qual mede o quanto a empresa está gastando de caixa por mês – e EBITDA (*Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization*) – uma medida financeira que mede a geração de caixa do negócio. Além disso, são contratadas consultorias para melhorias nos processos operacionais que incluem ERP (*Enterprise Resource Planning*) e CRM (*Customer Relationship Manager*), sendo ambos plataformas de dados e informações para melhor gestão das empresas, seja na sua estrutura interna (ERP) ou no relacionamento com clientes (CRM).

No âmbito Financeiro, as gestoras regionais realizam o trabalho de acompanhamento das informações contábeis das empresas e não raro, têm de efetuar mudanças na contabilidade das empresas investidas, que em geral, é realizado por escritório de contabilidade. Como bons e confiáveis prestadores deste tipo de serviço, que, ainda, possuam conhecimento para trabalhar com empresas SA's, são a exceção ao invés da regra, as regionais são orientadas a identificar um prestador de qualidade e nas empresas que seja necessário realizar a mudança, este será indicado e provavelmente será contratado. Ainda é responsabilidade das gestoras, auxiliar as empresas investidas na captação de dívidas de longo prazo para o financiamento de suas atividades e também na prospecção de coinvestidores para as empresas da carteira, com o objetivo de diluir o risco do Fundo e ao mesmo tempo agregar expertise a investida, em áreas que esta é deficiente – pode ser o caso de penetração comercial no mercado, por exemplo -, por meio de parceria com um novo sócio. A capacitação do empreendedores é outro ponto importante abordado pelas regionais, com diversos empreendedores recebendo coaching, muitas vezes, dos próprios gestores regionais com os quais se relacionam constantemente e que é uma das grandes características do investimento de seed capital, ou seja, o gestor “mão na massa” – como os representantes do Criatec gostam de colocar - que está recorrentemente próximo ao empreendedor para auxiliá-lo a enfrentar os seus desafios.

Finalmente, quanto aos Recursos Humanos, os gestores regionais, geralmente, são responsáveis pela seleção de diretores e gerentes, principalmente, para a área financeira das investidas, de forma que, o Fundo tenha um representante de seus interesses dentro da empresa da qual é sócio. Outro papel adotado pelas regionais nesse sentido e que também

acaba por abordar possíveis problemas de agência - como a indicação de diretores, tratada acima – é a de elaborar planos de *stock options* para remuneração da equipe de funcionários-chave da investida, de forma que, sua remuneração esteja ligada ao seu desempenho, o qual, por sua vez, será medido de acordo com metas que são definidas em conjunto com o Fundo.

Além dos aspectos já tratados sobre o monitoramento/aceleração das empresas investidas pelo Criatec, durante as entrevistas que foram realizadas tanto com um gestor do BNDES responsável pelo Criatec dentro do banco de desenvolvimento, quanto com um gestor de uma das regionais do Fundo, ficou patente a importância da construção de uma boa relação entre os representantes do Fundo e os executivos de suas empresas investidas, de forma que desta relação - que sobretudo, deve ser uma relação transparente, não importando que seja dura, segundo o gestor regional – os objetivos de crescimento e criação de valor possam ser alcançados. Um outro ponto relevante que surgiu da entrevista, foi a percepção, contrastante, que existe para a importância da implantação da Governança Corporativa nas empresas investidas para a criação de valor e mitigação de problemas de agência. Para o gestor da regional, a Governança mesmo em empresas de tamanho reduzido como as investidas pelo Criatec, tem um papel importante para criação de valor nestas empresas e também para abordar problemas de agência. Para o gestor do BNDES responsável pelo Criatec, a implantação da Governança tem uma importância menor para a criação de valor e redução de problemas de agência, para este, a capacidade de criação de uma boa relação do gestor regional com a empresa investida é mais importante para abordar os problemas de agência, e o fato das empresas ainda serem muito incipientes, não faz com que muito valor seja criado com a implantação da Governança, sendo esta mais útil, neste sentido, para empresas mais avançadas no ciclo de vida da empresa e que, portanto, são investidas por fundos de private equity, os quais possuem um papel menos ativo nas empresas, com foco, principalmente, em melhoria de processos.

III.5 Resultados Alcançados

Com o Criatec, o BNDES acredita ter trazido grande retorno institucional para o banco, promovendo o desenvolvimento e a inovação, com investimentos em empresas de alta tecnologia nas diversas regiões do país, ao mesmo tempo em que ressaltou a importância do

investimento em pequenas empresas inovadoras, atuando através de uma lacuna deixada pelo mercado de PEVC nacional, que não destinava uma quantidade significativa de recursos para o investimento em VC e sendo mais específico, no *seed capital*. Ainda, através dos investimentos realizados, o banco acredita ter conseguido realizar a difícil “ponte” entre a academia e o mercado, inclusive, com investimentos em diversas empresas ligadas a incubadoras do país, as quais representam 65% do total de empresas investidas pelo Fundo e que, portanto, se tratam de empresas inovadoras com origem acadêmica, seja de alunos, professores ou pesquisadores. Ainda quanto as incubadoras, o BNDES as identifica como sendo as melhores incubadoras do país, conseqüentemente, com um portfólio de empresas de qualidade. Outra meta que o banco de desenvolvimento acredita ter alcançado com este primeiro fundo nacional de inovação, está relacionada a visão de que o BNDES, junto com o BNB e os gestores nacionais e regionais do Fundo, conseguiram atingir a construção de um portfólio de empresas com alto potencial de crescimento e que expandiu o capital de risco para fora do eixo Sul-Sudeste, conforme foi visto, com investimentos em empresas no Norte e no Nordeste do país, regiões com menor dinâmica econômica e que pela menor quantidade de empresas, frente aos grandes centros do Sudeste/Sul, representaram uma importante conquista para o Fundo. Com a gestão deste portfólio, o BNDES percebe também ter ajudado a capacitar nove gestoras voltadas ao *seed capital* e com isso ter deixado aberto um caminho para uma maior participação do setor privado em empresas em estágio de desenvolvimento inicial, como as empresas-alvo do investimento de *venture capital* e que foram as investidas pelo Criatec. Por último, com a experiência adquirida com a implantação deste fundo nacional, o BNDES acredita que possui as condições de replicar o modelo e, inclusive, já o fez, com o Criatec II e ainda neste ano de 2013, com o lançamento do Criatec III.

Conclusão

Chegamos, então, a parte final desta monografia. Após toda a exposição já feita sobre o tema do PEVC no Brasil, com especial ênfase no estudo do caso do Fundo Criatec I, é razoável dizer que o leitor, agora, se não antes, possui, pelo menos, um conhecimento básico sobre o funcionamento do setor e da sua importância para o país, principalmente, no que diz respeito aos investimentos do tipo VC.

Primeiramente, abordamos o tema visando um maior esclarecimento ao público do que é o setor, apresentando em aspectos gerais o que é a indústria de PEVC. Deste modo, informamos que em termos básicos, a atividade de PEVC envolve o aporte de capital em empresas com alto potencial de crescimento, de forma que, após o aporte, a organização gestora atue em conjunto com a equipe da empresa investida de forma a agregar o valor desejado. Vimos que empresas com grande potencial de crescimento são as preferidas pelo simples fato de que, por conseguinte, possuem um potencial de oferecer também grandes retornos ao investidor. Outro ponto que contribui para a escolha de tais empresas é a necessidade de saída dos investidores da empresa investida após um certo período, já que todo investimento é feito em busca de um retorno, o qual se espera realizar no menor espaço de tempo possível, sendo no máximo, atingido dentro do limite determinado para a vigência do veículo de investimento.

Para o processo de criação de valor, foi visto que as ações adotadas pelos investidores nas empresas de seu portfólio para este objetivo são diversas e de maneira geral, estão intimamente relacionadas com a modalidade do investimento e o estágio no qual a empresa se encontra em seu ciclo de vida. Assim, do exposto, verificamos que veículos de PE possuem uma relação muito mais passiva com relação às suas empresas investidas do que os veículos de VC. Isto se dá, pelo fato de que as empresas-alvo de investimento por PE são empresas mais maduras em que o gestor do Fundo atua, geralmente, por meio de melhoria de processos e na implementação de melhores práticas de Governança Corporativa. Já os veículos de VC, por meio de seus gestores possuem uma relação muito mais próxima de suas empresas investidas, pelo simples fato de que ainda são empresas em formação e que demandam maior auxílio da *expertise* trazida a elas pelos seus investidores. Assim, portanto, foi feita a

separação entre os conceitos de PE e VC, informando ao leitor, das diferentes sub-modalidades de investimento existentes em cada uma das duas modalidades da indústria de participações.

Feito isto, passamos, então, a realizar um estudo sobre o histórico do PEVC no país. Neste sentido, foi realizada uma separação deste histórico entre o período posterior a 1994 e um posterior. Tal divisão adveio da percepção de que neste ano, ocorreram importantes marcos institucionais que possibilitaram um maior desenvolvimento para a indústria no país, devido a melhoria do ambiente econômico, institucional e político vivenciado pelo Brasil, a partir de então. No período posterior a 1994 foi identificado um desenvolvimento muito lento da indústria de PEVC no país, em grande medida devido às instabilidades econômicas e de legislação enfrentadas pelo país durante o período. No pós 1994, com a estabilização da economia por meio do Plano Real, estabilização política, com o maior amadurecimento das instituições democráticas e com uma legislação mais favorável ao setor, com a promulgação de diversas instruções e leis por órgãos do Governo, o desenvolvimento do setor foi mais acentuado, principalmente, após 2005. Atualmente, o setor continua numa trajetória de crescimento, com a baixa das taxas de juros atuando de forma a dar mais incentivo aos investimentos alternativos dos quais a indústria de PEVC faz parte, mas por outro lado, com a crise financeira mundial desde 2008, dificultando o ambiente de negócios. Ademais desta divisão cronológica, adotada para o estudo do histórico do setor, foi apontado que a origem do PEVC no país poderia ser datada desde a viagem de descobrimento de Pedro Álvares Cabral, porém, preferimos identificar tal origem na década de 1960, com a iniciativa da ADELA. Tal empreendimento inicialmente foi bem sucedido, porém em 1980, após quase 20 anos de operação, por dificuldades financeiras a gestora veio a falir.

Após terem sido abordados, tanto os conceitos e atividades da indústria de participações e o seu histórico de atuação no país, adentramos no capítulo III, no estudo de caso propriamente dito. Conforme mencionado anteriormente, contamos com materiais sobre o Fundo Criatec I, tanto públicos, quanto adquiridos por meio de entrevistas com o BNDES e com um gestor regional do Fundo para o desenvolvimento do capítulo. Nesta parte do trabalho, primeiramente, abordamos as origens do Fundo, que remontam a experiências anteriores do BNDES no apoio a PMEs inovadoras por meio de veículos de investimento

regionais. A partir desta experiência, com o respectivo *know-how* adquirido e a percepção de que o banco de desenvolvimento ainda tinha espaço para atuação no VC, devido a maior concentração dos *players* privados no segmento da indústria denominado de PE, surgiu, então, o Fundo Criatec I.

Em seguida, apresentamos como foi organizado e estruturado o Fundo. Assim, destacamos a existência de um consórcio responsável pela gestão nacional do Criatec I, o qual, ao mesmo tempo que encontra-se subordinado aos investidores do Fundo, nomeadamente, o BNDES e o BNB, possui sob sua gestão um conjunto de gestores regionais espalhados pelo país e os quais são o elo de ligação entre o Fundo e as empresas investidas. Apresentada toda a estrutura e organização do Fundo, foi abordado o processo de seleção das empresas e da realização dos investimentos, com diversas informações sobre este processo. Por exemplo, distribuição geográfica das oportunidades apresentadas, qualidade percebida de tais oportunidades pelos gestores e a distribuição dos investimentos com os respectivos recursos sob gestão de cada regional, assim como a quantidade de empresa que cada uma delas monitora/acelera.

A partir deste ponto, passamos a apresentar na seção seguinte como se dá o processo de monitoramento/aceleração das empresas investidas pelo Criatec I, de modo que valor seja agregado às empresas investidas e o Fundo possa realizar o processo de desinvestimento com os retornos esperados. No caso de um Fundo como o Criatec I, onde os investidores são bancos governamentais, é importante ressaltar que este retorno vai além do retorno financeiro, havendo a preocupação de possibilitar o efetivo crescimento destas empresas inovadoras de modo a agregar valor à matriz produtiva do país, com empresas cujo negócio está na fronteira tecnológica. Sobre o processo de monitoramento/aceleração propriamente dito, foram apresentadas as principais vertentes de atuação do Fundo nas empresas, assim como ressaltada o papel ativo dos gestores regionais nas mesmas. Quanto às vertentes de atuação, indicamos que estas são: Estratégia e P, D & I; Comercial, Operacional; Financeira e de Recursos Humanos. Além disso, ressaltamos a diferença de percepção sobre a importância da implementação da Governança Corporativa, nas empresas investidas pelo Fundo, pelos dois profissionais entrevistados para este trabalho, assim como apresentamos uma proposta de interpretação para tal diferença.

Visto o processo de monitoramento/aceleração e dado que até o momento, o Fundo ainda não se encontra na fase de desinvestimento, que seria o estágio natural a ser apresentado na sequência, passamos a abordar o que foi conseguido tanto pelo BNDES, quanto pelo BNB, até o momento, com o Fundo. Assim, por exemplo, foi ressaltada a percepção dos investidores do efetivo cumprimento do seu papel institucional e a possibilidade de replicação do Fundo, devido às oportunidades de investimentos em empresas que ainda se encontram disponíveis no mercado para receber aportes do setor.

Para futuros trabalhos, seria interessante estudar o mesmo Fundo, após mais empresas terem passado pelo processo de desinvestimento e ao término de sua vigência, verificar os retornos obtidos e se com esta iniciativa, o BNDES conseguiu, efetivamente, atingir o seu objetivo de atrair mais investidores para os investimentos de VC em suas fases mais iniciais.

Referências Bibliográficas

ABDI / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

ABDI / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores. Brasília : Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2010.

ABVCAP, Associação Brasileira de Venture Capital & Private Equity. Sobre o Setor. Rio de Janeiro. 2011. Seção Sobre o Setor. Disponível em <http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx>.

CHECA, G.; LEME, E. e SCHREIER, C. The Venture Capital and Private Equity Industry in Brazil. *Journal of Private Equity*, v.4, n.4, p. 46-67, 2001.

COMODO, G. C. Uma análise comparativa entre as estruturas de private equity e venture capital nos EUA e no Brasil. 2009. EAESP - MPA: Dissertações, Mestrado Profissional em Administração de Empresas.

DE CARVALHO, A. G.; GALLUCCI NETTO, H. e SAMPAIO, J. O. Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Recent Evolution (2012). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1996729> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1996729>

DIMOV, D.; MURRAY, G. Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms. *Small Business Economics*, Springer, v. 30(2), p. 127-152, 2008.

HUDSON, M.; WILLIAMS, J. Tax Credits and Government Incentives for Angel Investing in Various States (2008). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1291795> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1291795>

MACMILLAN, I. C.; SIEGEL, R.; NARASIMHA, P. N. S. Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. *Journal of Business Venturing*, v. 1, n. 1, p. 119-128, 1985. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1504496>

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. do N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gest. Prod.*, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.

O'BRIEN, P. C. ; TIAN, Y., Financial Analysts' Role in the 1996 2000 Internet Bubble (2006). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=964311> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.964311>

PwC, PricewaterhouseCoopers. *Doing Deals In Brazil*. 2012.

RIECHE, F. C.; SANTOS, L. P. R. Investimentos em Pequenas e Médias Empresas com Elevado Potencial de Crescimento - Critérios de Seleção dos Capitalistas de Risco. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 89-114, 2006.

SATIKO, S. et al. O relacionamento entre gestores de capital de risco e empreendedores na profissionalização de empresas de alta tecnologia. *Revista Gestão e Tecnologia*, América do Norte, 5, set. 2010. Disponível em: <http://www.unipel.edu.br/periodicos/index.php/get/article/view/160>.

SIQUEIRA, E. M. R.; CARVALHO, A. G. De; NETTO, H. G. Determinantes do sucesso dos investimentos de private equity e venture capital no brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 9, n. 2, art. 112, p. 189-208, 2011.

Sites Consultados :

Gazeta do Povo

<http://www.gazetadopovo.com.br/economia/conteudo.phtml?id=1326075&tit=Numero-de-investidores-anjo-cresce-18-no-Brasil>

BNDES

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2011/todas/20111020_criatec.html

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/BNDES_Fundos_Mutuos_Fechados/FundoCriatecII/edital_criatec2.html

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Areas_de_Atualizacao/Inovacao/criatec.html

Fundo Criatec

<http://www.fundocriatec.com.br>

IBGC

<http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>

Localiza

http://www.localiza.com/reservas/institucional/historico.aspx?id_controle=9