

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

**UMA ANÁLISE DO FINANCIAMENTO VIA CAPITAL
DE RISCO À LUZ DA TEORIA SCHUMPETERIANA**

RAFAELA TEIXEIRA FERREIRA VILELA DE MENDONÇA

Matrícula nº: 106032462

ORIENTADORA: MARIA DA GRAÇA DERENGOWSKI FONSECA

Maio 2011

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

**UMA ANÁLISE DO FINANCIAMENTO VIA CAPITAL
DE RISCO À LUZ DA TEORIA SCHUMPETERIANA**

RAFAELA TEIXEIRA FERREIRA VILELA DE MENDONÇA

Matrícula nº: 106032462

ORIENTADORA: MARIA DA GRAÇA DERENGOWSKI FONSECA

Maio 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus professores do Instituto de Economia que tiveram um grande papel em minha formação profissional, em especial à minha orientadora Maria da Graça Derengowski Fonseca pela disponibilidade, dedicação e incentivo. Agradeço também ao apoio e paciência de minha família e de meus amigos.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo estudar o tipo de financiamento à inovação, que surgiu na década de 40 nos Estados Unidos da América, conhecido como capital de risco. Esta modalidade de financiamento será analisada sob a ótica da teoria de financiamento à inovação de Schumpeter. Pretende-se concluir se o capital de risco é fundamentado ou não na teoria apresentada.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I – REFERENCIAL TEÓRICO	8
1.1 SCHUMPETER – Teoria do Desenvolvimento Econômico	8
1.1.1. O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico.....	8
1.1.2. Crédito e Capital – A Natureza e a Função do Crédito	10
1.1.2.1 Capital.....	12
1.1.3. O Lucro Empresarial	13
1.2 SCHUMPETER – Capitalismo, Socialismo e Democracia.....	16
1.2.1. O Processo da Destruição Criadora	16
CAPÍTULO II – O PROCESSO DE INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO	18
2.1. Definições.....	18
2.2. Apresentação do Tema	19
2.2.1. Um Pouco de História.....	19
2.2.1.1. O surgimento do Capital de Risco na América do Norte.....	20
2.2.1.2. Introdução da Modalidade de Investimento de Capital de Risco no Brasil	23
2.2.2. O Que é Capital de Risco e Como Funciona o Processo de Investimento.....	25
2.2.2.1 Processo de Investimento	25
2.2.2.2 O Desinvestimento	27
2.2.2.3 Estrutura Organizacional dos Investimentos em Capital de Risco	30
2.2.2.4. As Alternativas ao Capital de Risco	32
2.2.2.5. O Diferencial do Capital de Risco	33
CAPÍTULO III – ANÁLISE DO FINANCIAMENTO VIA CAPITAL DE RISCO À LUZ DA TEORIA SCHUMPETERIANA	37
3.1. Aproximações entre a Teoria Schumpeteriana e o Financiamento Via Capital de Risco.....	37
3.2. Afastamento entre a Teoria Schumpeteriana e o Financiamento Via Capital de Risco.....	39
3.3. Conclusões Sobre o Capítulo	41
CONCLUSÃO	43

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44
----------------------------------	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 – Evolução do Capital Comprometido Alocado nos EUA	23
Gráfico 2.2 – Evolução do Capital Comprometido Alocado no Brasil.....	25
Gráfico 2.3 – Quantidade de Negócios Desinvestidos entre Janeiro de 2005 e Junho de 2008 por Modalidade de Saída	29
Gráfico 2.4 – Valor dos Desinvestimentos entre Janeiro de 2005 e Junho de 2008 por Modalidade de Saída	29
Gráfico 2.5 – Capital Comprometido em 30/06/2008 por Estrutura legal dos veículos	32
Gráfico 2.6 – Distribuição do Capital Comprometido Total em 30/06/2008, por tipo de investidor	35

INTRODUÇÃO

O capital de risco é uma atividade que nas duas últimas décadas vem ganhando importância no cenário industrial/ econômico do Brasil. Tanto iniciativas privadas como públicas estão crescendo e apresentando bons resultados. A importância deste tema está no fato de se tratar de um mecanismo de financiamento ao desenvolvimento de inovação tecnológica, o que acarreta em melhora da competitividade do país. O surgimento do capital de risco cobre lacunas no mercado de crédito que não aceita bem o alto risco de financiamento de pequenas e médias empresas inovadoras.

No Capítulo I será apresentado o referencial teórico utilizado na análise que será composto pelos capítulos: dois - O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico, capítulo três - Crédito e Capital a Natureza e a Função do Crédito e capítulo quatro - O Lucro Empresarial do livro Teoria do Desenvolvimento Econômico (edição de 1997) de autoria do Schumpeter; e pelo capítulo sete – Capitalismo, Socialismo e Democracia (edição de 1961) do Livro Capitalismo, Socialismo e Democracia.

No Capítulo II será abordado o capital de risco. Primeiro serão apresentadas algumas definições necessárias para o entendimento do texto, em seguida o histórico desta atividade – sua origem nos Estados Unidos da América e sua introdução no Brasil. A segunda seção tratará do mecanismo de investimento e de desinvestimento, os modelos de estrutura organizacional disponíveis, as formas de financiamento à produção alternativas ao capital de risco e por fim o diferencial oferecido por esta atividade.

O capítulo III está dedicado a relacionar o capital de risco à teoria Schumpeteriana apresentada no capítulo I. As diferenças e semelhanças de cada modelo de financiamento serão explicitadas. No final deste capítulo, haverá uma conclusão sobre a existência de relação entre os tipos de financiamento à inovação, abordados neste trabalho.

CAPÍTULO I – REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo tratará da proposição teórica de Schumpeter em seus dois livros Teoria do Desenvolvimento Econômico (1997) e Capitalismo, Socialismo e Democracia (1961) em relação ao financiamento à inovação. Neste capítulo serão abordados temas como desenvolvimento, inovação, mercado de crédito e empreendedorismo.

Na seção 1.1 é feito um resumo das idéias expostas nos capítulos II – O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico, III – Crédito e Capital a Natureza e a Função do Crédito e IV – O Lucro Empresarial do livro de 1964. Na seção 1.2 o mesmo é feito para o capítulo VII – Processo de Destruição Criativa do livro mais recente.

1.1 SCHUMPETER – Teoria do Desenvolvimento Econômico

Nos capítulos estudados, Schumpeter trata da introdução da inovação na indústria como pré-requisito para existência de um excedente que é chamado de lucro empresarial. São expostas diferenças entre o administrador, o empresário e o capitalista e porque são as empresas novas as mais inovadoras.

As formas como a inovação pode ser aplicada e seus efeitos também fazem parte da explanação deste livro assim como a idéia da ligação entre o desenvolvimento, o crédito e lucro. Por fim é ressaltado o papel relevante do crédito na criação e destruição de empresas.

1.1.1. O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico

Schumpeter afirma que o desenvolvimento de inovações é induzido pela oferta e não pela demanda na maioria dos casos. Extraordinariamente a demanda pode iniciar um movimento de mudança de gosto, mas esse caso é marginal e não é levado em consideração em sua teoria.

O conceito de inovação, que é introduzido em seu livro, é definido como uma maneira diferente de combinar materiais (inéditos ou não) e trabalho. Resumidamente, uma inovação é uma nova combinação. Em Schumpeter (1997, p.76) os tipos de inovações possíveis são os cinco listados abaixo:

“1) Introdução de um novo bem — ou seja, um bem com que os consumidores ainda não estiverem familiarizados — ou de uma nova qualidade de um bem.

- 2) Introdução de um novo método de produção, ou seja, um método que ainda não tenha sido testado pela experiência no ramo próprio da indústria de transformação, que de modo algum precisa ser baseada numa descoberta cientificamente nova, e pode consistir também em nova maneira de manejar comercialmente uma mercadoria.
- 3) Abertura de um novo mercado, ou seja, de um mercado em que o ramo particular da indústria de transformação do país em questão não tenha ainda entrado, quer esse mercado tenha existido antes, quer não.
- 4) Conquista de uma nova fonte de oferta de matérias-primas ou de bens semimanufaturados, mais uma vez independentemente do fato de que essa fonte já existia ou teve que ser criada.
- 5) Estabelecimento de uma nova organização de qualquer indústria, como a criação de uma posição de monopólio (por exemplo, pela trustificação) ou a fragmentação de uma posição de monopólio.”

Outro conceito importante que Schumpeter (1997) define de maneira não usual é o de desenvolvimento. “Entenderemos por ‘desenvolvimento’ apenas as mudanças da vida econômica que não lhe forem impostas de fora, mas que surjam de dentro, por sua própria iniciativa” através de mudanças revolucionárias. Em outras palavras, são modificações introduzidas por empresas e não pelo mercado consumidor e apresentam um movimento de ruptura e não uma mudança contínua, em etapas. Ou seja, para que haja desenvolvimento é preciso que sejam produzidas inovações.

De acordo com Schumpeter (1997), as empresas estabelecidas, em geral, não fazem um esforço de produção de inovações; são empresas iniciantes que, em busca de um espaço no mercado, dedicam-se a criação de novas combinações. Quando as inovações são bem aceitas acabam por eliminar, através da concorrência, as empresas mais antigas. Este processo é responsável pela criação e destruição das fortunas privadas.

Outro aspecto levantado por Schumpeter é a diferenciação entre o empresário e o administrador. O empresário não é uma classe, é um estado, uma fase de sua vida. O indivíduo apresenta-se como empresário no momento em que faz combinações novas – um novo produto, a melhora de qualidade de um bem já existente, um novo processo, a evolução de práticas comerciais, abertura de um mercado novo, uma nova fonte de matéria prima, nova organização industrial. Assim que deixa o papel de inovador para dirigir seu negócio passa ser um simples administrador, podendo voltar à condição inicial em diversas fases de sua vida.

A diferença entre o empresário e o capitalista também é exposta em sua teoria. O negócio do empresário é criar e desenvolver produtos e técnicas. Para isso recebe um salário e talvez um lucro empresarial caso alcance a aceitação dos consumidores e consiga estabelecer

um preço acima de seus custos. O negócio do capitalista é fornecer crédito ao empresário, assumindo o risco técnico e comercial para, em caso de sucesso, receber juros sobre o capital concedido.

Em certos momentos o empresário também atua no cargo de capitalista ao utilizar capital próprio para investir em seu negócio, assumindo assim, o risco de gestação do novo produto. O empreendedor que não dispõe de capital próprio, ou não deseja utilizar sua poupança para realizar uma nova combinação, precisa acessar então o mercado de crédito. Sendo assim, quando não existe o retorno de uma produção anterior ou alguma herança que possa financiar esse movimento, a presença do capitalista se faz necessária.

Diante disso, percebe-se como Schumpeter estabelece uma forte ligação entre crédito e inovação. O mercado de crédito abre possibilidades para que um indivíduo consiga desenvolver suas idéias independentemente de suas posses. Ou seja, o crédito desvincula a atividade empreendedora da necessidade de acumulação prévia. Conclui-se assim, que todos os empresários acessaram o mercado de crédito em algum momento, excluindo-se os casos de herança e acumulação prévia.

O crédito utilizado pelos empresários vem dos agentes poupadores, do sucesso de inovações anteriores que resultaram em lucro empresarial e da criação de poder de compra pelos bancos (bilhetes bancários descobertos em relação ao ouro e à mercadorias). Esta última forma de crédito é “criação de novo poder de compra a partir [...] (de) garantias que não sejam elas próprias meio circulante — que se adiciona à circulação existente.” (SHUMPETER 1997 p.82)

Tendo isso em vista, é interessante observar o papel do crédito no processo de criação e destruição de empresas. Se por um lado o crédito possibilita a um empresário viabilizar seu empreendimento, por outro, é ele também que abre caminho para empreendimentos concorrentes. Nesse processo, que dá origem a vários novos negócios, a sobrevivência é posta à prova todo momento via entrada de novos competidores.

1.1.2. Crédito e Capital – A Natureza e a Função do Crédito

As inovações, responsáveis por estimular o desenvolvimento econômico, são obtidas através da mudança no emprego dos meios de produção na sociedade. No entanto, a mudança de emprego dos insumos depende da disponibilidade de meios de pagamento. Isso

ocorre porque não é possível obter meios de produção como terra e trabalho, por exemplo, sem pagar por eles imediatamente. Os proprietários desses meios não estão dispostos a esperar que a produção gere frutos para receber seu pagamento tampouco em assumir risco da produção. Então, para que ocorra o desenvolvimento são necessárias inovações que, por sua vez, precisam de meios de produção que dependem da existência de crédito.

Entretanto, se o proprietário dos meios de produção concorda em esperar que o processo produtivo e venda do bem final se concretizem para receber seu retorno, então este indivíduo também é considerado um capitalista. Neste tipo de transação ocorrem dois processos econômicos distintos: a compra de bens de produção e a tomada de crédito. Este caso é similar ao que ocorre quando o empresário se auto-financia, pois em ambos o agente assume além dos dois papéis, o risco do projeto.

Visto isso, o crédito se mostra essencial para o desenvolvimento industrial. O indivíduo para ser empresário necessita primeiro ser devedor, ou seja, antes de montar seu negócio o empresário tem que conseguir um empréstimo no mercado de crédito. Se não precisa é provável que já tenha passado por esse processo anteriormente. Tendo acesso a este capital, passa a ser capaz de desenvolver combinações novas.

Em relação à criação de crédito pelos bancos Schumpeter desenvolve a seguinte idéia:

“[...] na vida real o crédito total deve ser maior do que poderia ser se houvesse apenas crédito totalmente coberto. A estrutura de crédito se projeta não apenas além da base existente de ouro, mas também além da base existente de mercadorias. [...] A distinção entre crédito normal e anormal é, contudo, importante para nós. O crédito normal cria direitos ao dividendo social, que representam e podem ser pensados como comprovante dos serviços prestados e da entrega prévia de bens existentes. Aquela espécie de crédito, que é designada pela opinião tradicional como anormal, também cria direitos ao produto social, que, contudo, na ausência de serviços produtivos passados, só poderiam ser descritos como certificados de serviços futuros ou de bens ainda a serem produzidos. Assim há uma diferença fundamental entre as duas categorias, tanto em sua natureza como em seus efeitos. Ambas servem ao mesmo propósito como meios de pagamento, e são externamente indistinguíveis. Mas uma abarca meios de pagamento para os quais há uma contribuição correspondente ao produto social, a outra abrange meios de pagamento aos quais não corresponde até agora nada — ao menos nenhuma contribuição ao produto social, mesmo que essa eficiência seja frequentemente compensada por outras coisas.” (SCHUMPERTE, 1997 pg. 99)

Os banqueiros enxergam menos risco em emprestar dinheiro na forma de crédito corrente, ou seja, para “rotina ordinária do negócio” (SCUMPETER, 1997) do que para financiar inovações. Entretanto a própria existência do crédito para fins rotineiros é limitada

pela existência do desenvolvimento. Este último é o responsável pela possibilidade de se utilizar o capital ocioso.

O crédito, aqui visto como necessário para modificar a utilização de bens de produção, em prol de uma nova combinação, e que não advém de reservas passadas é aquele criado pelos bancos. Não existem garantias antecipadas para este tipo de empréstimo, sendo sua amortização feita a partir da venda de bens que ainda não foram produzidos. Ele é necessário uma vez que não se pode garantir que o dinheiro metálico exista em quantidade suficiente e possa ser aplicado onde for demandado.

O tipo de crédito que surge a partir da criação de poder de compra tem como única finalidade financiar a produção. Dessa forma, o empresário que não tem reservas pode demandar bens de produção sem que precise “adiantar-lhes nem bens nem dinheiro existente” (SCHUMPETER, 1997), através do novo poder de compra que lhe foi concedido.

O resultado da produção do empresário deve ser grande o bastante que cubra o empréstimo, devolva ao mercado bens equivalentes aos meios produtivos utilizados e que retenha um lucro. Algumas vezes, o processo de produção pode durar mais do que um ano e por isso o empresário deve renovar a cada período o endividamento mediante a comprovação da viabilidade do negócio.

1.1.2.1 Capital

No modo de produção capitalista é característica a intervenção do capital na alocação dos bens. As novas combinações são possíveis por meio da mudança de emprego dos bens de produção, o que é resultado de uma intervenção do capital. Este último é capaz de realocar os insumos produtivos para diferentes utilizações ao oferecer um rendimento melhor aos seus proprietários.

Para Schumpeter, chamar de capital alguns bens, como ocorre usualmente, é fora de propósito, não fazendo sentido classificar determinados bens como capital e outros apenas como bens. O capital é o meio de adquirir bens; seu papel é retirá-los da sua utilização usual e transferí-los para nova aplicação que resultará em rendimentos maiores. Funciona como agente intermediador entre empresários e bens e é anterior ao processo de produção. Os bens de produção podem ser revertidos em capital no momento em que são vendidos.

Quanto aos meios de pagamento, podem ser chamados de capital no caso em que servirem para demandar bens de produção com fins de inovação. Sendo assim, quando não há desenvolvimento, não existindo novas combinações, também nenhum tipo de meio de pagamento pode ser considerado como capital.

1.1.3. O Lucro Empresarial

Para Schumpeter tanto a remuneração pelo trabalho do empresário quanto a do capitalista fazem parte do custo, juntamente com a renda dos meios de produção e com o preço dos insumos. O excedente gerado pela diferença entre a receita e a despesa é o lucro empresarial. A nova produção, “cujo objetivo é produzir uma unidade de produto com menos dispêndio e assim criar uma discrepância entre o seu preço existente e seus novos custos” (SCHUMPETER, 1997 pg.133), será responsável pelos lucros empresariais.

A seguir serão vistas algumas formas de geração de lucro empresarial abordadas por Schumpeter.

1. Analisando os fatores que geram o lucro empresarial podemos concluir que só existe sentido em produzir inovações se forem mais vantajosas do que os bens já existentes. Sendo assim, essas novas combinações devem resultar em receitas maiores do que custos. Este excedente será alcançado então quando, ao implantar a inovação, o preço do produto não seja reduzido pelo aumento da oferta no mercado. De outra maneira, o ganho com a redução dos custos seria corroído pela perda com a queda do preço. Uma condição necessária para que haja lucro empresarial, é que o custo de fabricar os bens de produção necessários às novas combinações não seja superior ao custo de manter os trabalhadores que serão substituídos por este bem. Por último, o empresário deve levar em conta a inflação no mercado de bens de produção que o próprio causará com a introdução do novo produto. É necessário então que a receita suplante o custo considerando a inflação.

2. Outro tipo de inovação que produz redução de custos é o aumento de escala. Na produção “em larga escala são possíveis um arranjo mais adequado e uma utilização dos fatores de produção melhor do que em negócios menores; e, além disso, é possível a escolha de uma localização mais favorável” (SCHUMPETER, 1997, pag. 133). É bom lembrar que esse tipo de estratégia é facilmente copiada resultando na

extinção do lucro empresarial.

Em relação aos concorrentes, seduzidos pelos excedentes e com a facilidade de serem seguidores, serão responsáveis por aumentar a oferta de bens. Este aumento apenas cessará quando o negócio não for mais vantajoso para novos entrantes, ou seja, quando o lucro empresarial for diluído, o que ocorre gradativamente. Assim acontece uma reorganização da indústria que resultará no retorno da “vigência da lei de custos” (SCHUMPETER, 1997).

3. A descoberta de uma nova fonte de fornecimento de meios de produção mais barata reduz o custo e ao mesmo tempo o preço de venda não se altera. Logo, passa a existir lucro empresarial nessa produção caso o empresário consiga obter crédito para realização do investimento. No entanto, apenas uma recombinação de fatores já existentes pode ser copiada por concorrentes, que entrarão no mercado até que o lucro desapareça. O mesmo acontece quando um insumo é substituído por outro mais barato. Provavelmente o preço de venda será diferente, mas não será reduzido no montante necessário para exaurir o lucro empresarial.

4. No caso do aperfeiçoamento de um bem já existente, verifica-se uma dinâmica diferenciada. Um produto de melhor qualidade tem grande possibilidade de ser vendido por um preço maior. Mesmo quando o aperfeiçoamento gerar um custo de produção mais alto, é no aumento do preço que se obtém o lucro empresarial. Assim como nos casos anteriores, o excedente também acabará com a entrada de concorrência.

5. Encontrar novos mercados consumidores permite desvincular o preço de venda do seu custo. O preço passa a ser determinado pelo valor que aquele público confia ao bem. O lucro empresarial advindo dessa situação pode ser mais duradouro que os demais, mas também se esgota com o passar do tempo.

6. Em relação à criação de um bem completamente novo, é exigido um esforço comercial grande. O produto passa por um processo de aceitação do mercado em que ele é imposto aos consumidores. Se aceito, inicia-se o processo de precificação baseado na valorização do produto pelo público. Nesse caso o preço também descola de seu respectivo custo temporariamente.

7. Por fim, mudanças incrementais e contínuas são tão válidas quanto às demais e também podem proporcionar lucros empresariais. Nesse processo o empresário se mantém como tal durante consecutivos períodos e tem a possibilidade de utilizar o lucro passado para financiar suas novas combinações. Possivelmente, é uma maneira eficiente de manter-se a frente da concorrência.

Conforme os mecanismos de criação de lucro empresarial explicitados por Schumpeter conclui-se que o lucro baseia-se no fenômeno do valor. O empresário obtém sucesso se os consumidores atribuírem valor, um conceito intangível diferente de preço, ao seu produto. Então, o lucro depende tanto de fatores psicológicos, como a atribuição de valor individual, quanto de fatores reais, como o custo de produção.

Como visto até aqui, o lucro empresarial surge quando o indivíduo está no papel de empresário, ou seja, quando combinações são feitas pela primeira vez. Conclui-se que a ocorrência do lucro se dá numa situação semelhante ao monopólio em que a concorrência não opera. Nessas condições os preços dos bens são determinados assim dentro dos “princípios do preço de monopólio” (SCHUMPETER, 1997 pg.149). A receita de monopólio pode ser vista como um lucro constante, que se renova a cada período, como se não entrassem concorrentes para restabelecer a determinação de preços segundo a “lei dos custos” (SCHUMPETER, 1997 pg.134).

Uma ressalva importante levanta por Schumpeter é a distinção clara entre lucro e rendimento. O rendimento do trabalho é o salário e o rendimento do capital são os juros. O lucro tende sempre a desaparecer pois existem duas leis naturais do mercado que atuam contra o mesmo: as leis do custo e da produtividade marginal, que demonstram efeitos à medida que a concorrência vai se instaurando. Nas palavras de Schumpeter (1997 pg. 150) o lucro “É ao mesmo tempo o filho e a vítima do desenvolvimento.”

Como conclusão tem-se que o desenvolvimento e o lucro são característicos do sistema capitalistas mutuamente dependentes e relacionadas ao empreendedorismo. As diversas reorganizações do sistema econômico se devem a adaptação do mercado à atividade empreendedora, que produz desenvolvimento e resulta em lucro. Nesse sistema é o lucro também o responsável pela acumulação de riqueza. Dessa maneira, a atividade empresarial é capaz de promover mudanças de camadas sociais das famílias, demonstrando a vinculação entre a introdução de inovações e a melhora na qualidade de vida.

1.2 SCHUMPETER – Capitalismo, Socialismo e Democracia

No livro *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, no capítulo que trata do processo de Destruição Criadora, Schumpeter desenvolve a teoria de que o Capitalismo é um sistema evolutivo. Essa característica se deve ao processo de destruição criativa, em que algo novo é criado para substituir bens já existentes, ou seja, a inovação ocupa o lugar e não coexiste com o produto defasado tecnologicamente. O rendimento obtido pelas firmas no sistema capitalista também é discutido neste capítulo como será visto mais adiante.

1.2.1. O Processo da Destruição Criadora

Schumpeter explicita que o capitalismo é um sistema dinâmico e evolutivo. Mudanças econômicas e sociais são pouco representativas para explicar essa característica. O fator realmente relevante é a existência de inovações de produtos, de processos, de insumos, a criação de novos mercados e a mudança na estrutura organizacional da indústria. Estes fatores podem explicar significativamente o caráter evolutivo do capitalismo. Em busca do lucro, os empresários são responsáveis pelas mudanças que dinamizam o capitalismo.

Neste sistema a concorrência legítima é aquela que não deixa os empreendedores numa situação de conforto, é uma ameaça constante que leva o empreendedor a quebrar paradigmas. A empresa deve estar sempre buscando mudanças tecnológicas, que vão reduzir seu custo e melhorar a qualidade de sua mercadoria, com o objetivo de manter seu mercado consumidor e desestruturar (ou mesmo falir) seus concorrentes. Percebe-se que o processo concorrencial via avanços técnicos é muito mais determinante para sobrevivência das empresas do que aquele em que o nível de competição se dá na esfera de preço, qualidade ou esforço de venda.

O processo de mutação industrial, que nada mais é do que a transformação qualitativa de métodos e bens, são revoluções pontuais que ocorrem de tempos em tempos. “O processo, como um todo, no entanto, jamais pára, no sentido de que há sempre uma revolução ou absorção dos resultados da revolução” (SCHUMPETER, 1961 pg. 110).

O processo que ficou conhecido como destruição criadora consiste em destruir-se o que existe ao mesmo tempo em que se cria algo novo para substituí-lo. Está ligado às inovações que ao surgirem apontam ineficiências daqueles que por ela serão substituídos. A

cada nova combinação há uma nova desapropriação. A partir do processo de destruição criadora pode-se compreender melhor o caráter evolucionista do capitalismo.

Considerando-se esse caráter, uma das maneiras de mensurar o avanço tecnológico é através da comparação ao longo do tempo entre as cestas de bens que um trabalhador é capaz de comprar com o mesmo número de horas de trabalho. Dada uma cesta de bens, o “preço” em horas de trabalho deve diminuir na presença de avanço tecnológico. Isso é explicado pelo aumento de produtividade fruto de incrementos de tecnologia, aperfeiçoamento de técnicas ou emprego de novas máquinas.

Como última consideração, Schumpeter advoga que uma empresa que alcança o rendimento máximo da produção não é necessariamente mais eficiente do que aquela que nunca o alcança. Se a produção chega ao máximo e permanece neste patamar significa que sua capacidade não foi aumentada, que não houve avanço tecnológico. O fato da empresa nunca alcançar o seu potencial de produção pode ser um sinal de sua contínua evolução tecnológica. Aumentando continuamente sua capacidade a empresa nunca atinge a plena utilização dos fatores.

Em resumo Schumpeter trata do Capitalismo como um sistema evolutivo que depende da capacidade de inovar dos indivíduos. Essa mesma capacidade de inovar é responsável por gerar lucros a partir da produção. Mas a produção é dependente da existência de crédito para financiá-la. A existência de crédito abundante abre caminhos para o aumento da concorrência que é responsável por acabar com o lucro. Todo processo funciona como um ciclo.

No próximo capítulo o capital de risco será apresentado como um método de financiamento às novas combinações mais apropriado às pequenas e médias empresas inovadoras em relação ao financiamento sugerido por Schumpeter.

CAPÍTULO II – O PROCESSO DE INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO

Este capítulo apresentará o modelo de negócio do capital de risco. Primeiramente, definições de alguns termos importantes serão mostradas. Em seguida, trataremos de sua origem, para depois ser explicitado o modelo em si. A aplicabilidade de alguns outros mecanismos de financiamento será comparada à do capital de risco.

2.1. Definições

As definições dos termos técnicos associados ao capital de risco variam de uma literatura para outra. Por este motivo, a forma como os termos serão empregados ao longo do presente trabalho estão descritas nesta seção. Os termos técnicos a seguir foram definidos de acordo com, o relatório de pesquisa, Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity & Venture Capital* (FURTADO 2008), pois são os mais utilizados nos trabalhos acadêmicos que fazem parte das referências desta monografia.

No estudo supracitado existem quatro estágios de investimento com sub-estágios, são estes:

A – O primeiro estágio - *Venture Capital* - atua com participações minoritárias em empresas iniciantes e se divide em três sub-estágios:

- O *Seed Capital*, ou Capital Semente:

“Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma idéia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes;” (FURTADO 2008)

- O segundo sub-estágio é o *Startup* :

“Aporte de Capital para empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios” (FURTADO 2008)

- Por último o *Early Stage*:

“Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já comercializados, usualmente, com até 4 anos de operação e faturamento não superior a R\$ 9 milhões” (FURTADO 2008)

B – O segundo estágio é o *Private Equity* no qual o investimento é feito em empresas de

maior porte e já estabelecida. Seus três sub-estágios são o *Expansion*, *Later Stage* e *Buyout*.

- *Expansion*: Expansão ou crescimento:

“Aporte de capital para expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em comunicação e marketing, etc.” (FURTADO 2008)

- *Later Stage*:

“Neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e fluxo de caixa estável e positivo.” (FURTADO 2008)

- *Buyout*:

“Aquisição de controle de empresas em estágio avançado do desenvolvimento.” (FURTADO 2008)

C – O Mezanino é o terceiro estágio. Nesta etapa, ocorrem “investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição.” (FURTADO 2008)

D – *Pipe* (*Private Investment in Public Equity*) é o último estágio. Esta aplicação tem uma peculiaridade, se trata da compra de participação em empresas listadas na bolsa e fechamento do capital desta empresa para um futuro relançamento dessas ações no mercado mobiliário. Neste caso, os empreendimentos “possuem baixa liquidez e nas quais a organização gestora possa atuar ativamente na gestão estratégica (i.e. monitoramento e governança corporativa)” (FURTADO 2008)

Os termos capital de risco, capital empreendedor, PE/VC (*Private Equity/ Venture Capital*) serão utilizados como sinônimos para se referir ao financiamento de empresas inovadoras através de capital de terceiros, quando estes adquirem participação nas empresas.

2.2. Apresentação do Tema

Na seção 2.2 o capital de risco é apresentado começando por sua história, em seguida seu modelo de negócio.

2.2.1. Um Pouco de História

2.2.1.1. O surgimento do Capital de Risco na América do Norte

A modalidade de investimento de capital de risco surgiu oficialmente em 1946 nos EUA com criação da primeira empresa de venture capital, a *American Research and Development* (ARD), fundada por Georgios Doriot, Karl Compton, Merrill Grisworld e Ralph Flanders, pessoas influentes da época, ligadas à universidade de Harvard, ao MIT (Massachusetts Institute of Technology), ao Massachusetts Investor Trusts e ao Federal Reserve Bank of Boston. A ARD, criada com capital de pessoas físicas e universidades, realizou pela primeira vez investimentos de longo prazo em empresas de manufatura principiantes de base tecnológica (GOMPERS, LERNER 2001).

Este movimento surgiu com objetivo de desenvolver empresas nascentes nos EUA para, como isso, obter ganhos expressivos através do aumento do valor dessas empresas. O capital era investido em negócios com forte potencial de crescimento e relativa dificuldade de acesso ao financiamento tradicional. Esse quadro se constituía num investimento com grande potencial de lucratividade. Dessa maneira, o capital de risco, mostrou-se como uma grande oportunidade tanto para investidores como para empreendedores e passou a ser um instrumento importante de desenvolvimento industrial e de políticas de aumento dos postos de trabalho norte-americano. Algumas das empresas mais conhecidas da atualidade já utilizaram o apoio desse instrumento de investimento, dentre as quais, Apple, Intel, Federal Express etc. (MAGALHÃES et al. 2009).

“O *Venture Capital* que nasceu em Nova York [o que nasceu em Nova York foi um tipo de financiamento à atividade empreendedora, mas que não era ainda o propriamente dito *Venture Capital*] e desenvolveu-se em Boston, atingiu a maturidade na Califórnia, mais especificamente no Condado de Santa Clara.(...) Santa Clara transformou-se no celeiro tecnológico do mundo, graças à união de um grupo de empreendedores de alta tecnologia com uma ativa comunidade de investidores que se estabeleceu no local. Esta comunidade surgiu no final da década de 60 e firmou-se na década de 70. Um de seus expoentes foi Bill Draper (...) fundou a Draper, Gaither & Anderson em 1958, juntamente com Rowan Gaither e Frederick Anderson. Esta instituição foi de grande importância no desenvolvimento dos negócios na região entre Santa Clara e San Jose, que posteriormente ficou conhecida como *Silicon Valley*, ou o Vale do Silício.” (Relatório da Consultoria Agilis, 2007)

Desde o primeiro momento, as empresas que receberam investimento foram aquelas com base tecnológica, com suas produções voltadas para 2ª Guerra Mundial (GOMPERS, LERNER 2001), para corrida armamentista e aeroespacial.

No modelo de negócio utilizado o cotista do fundo poderia vender sua participação para terceiros caso quisesse resgatar seu investimento antes de sua maturação. Isto permitiu que o capital fosse aplicado em ativos ilíquidos sem prazo definido para retornar o capital aos investidores. Entretanto este modelo oferecia pouca segurança aos investidores que poderiam (e de fato algumas vezes foram) ser facilmente enganados, nunca recebendo o retorno pelo fato do fundo durar tempo indeterminado. (GOMPERS, LERNER 2001).

Em 1958 foi criado um novo modelo de negócio, o *limited partnership* (LP), utilizado até os dias atuais. O LP limita a responsabilidade financeira dos investidores. Nesta estrutura de fundo existem dois tipos de sócios, aqueles que fazem a gestão do fundo e os que apenas participam com o capital (os investidores). Os últimos não têm responsabilidade sobre passivos que superem seu aporte. Passaram, então, a definir um prazo de vida para o fundo, em média 10 anos prorrogáveis por mais um período definido. (GOMPERS, LERNER 2001).

Na década de 1960, depois do primeiro lançamento de satélites para órbita da terra pela União Soviética, o governo federal norte americano começou a incentivar fortemente o investimento em capital de risco devido ao receio de atraso tecnológico (GOMPERS, LERNER 2001). A característica de financiar inovação foi crucial para a escolha do capital de risco como instrumento de desenvolvimento tecnológico nacional.

“Com a importância cada vez maior do empreendedorismo na sociedade norte-americana, Lyndon Johnson resolve buscar apoio das pequenas e médias empresas na campanha presidencial de 1958. Com seu apoio e influência, o Small Business Investment Company Act (SBIC) é aprovado pelo senado norte-americano naquele ano. O programa SBIC concede incentivos fiscais e financiamentos subsidiados para as companhias de investimentos privados que se dediquem às PMEs. Durante a segunda metade da década de 60 o programa consolida a indústria do *Venture Capital*, com a rápida criação de centenas de gestores de *Venture Capital*.” (Relatório da Consultoria Agilis, 2007)

A forte e mal planejada regulamentação desencorajou os gestores já estabelecidos a participar do programa de governo. Além disso, as brechas na regulamentação e a falta de fiscalização deixaram espaço para práticas fraudulentas por parte de gestores desleais. No final da década de 60 o programa foi extinto governo. (GOMPERS, LERNER 2001).

Em 1979 o ministério do trabalho detalhou uma regra permitindo aos fundos de pensão a investir em ativos de alto risco, no qual o *Venture Capital* se enquadraria. A partir de então este tipo de investimento começou a crescer exponencialmente (GOMPERS, LERNER

2001). Conforme o Relatório da Conculoria Agilis (2007) foram “US\$ 1 bilhão em 1979 e atingem média anual acima de US\$ 4 bilhões na década de 80”.

“Com a eleição do republicano Ronald Reagan à presidência da república em 1980, um impulso enorme é dado ao *Venture Capital*. Os líderes republicanos estavam comprometidos com o capitalismo empreendedor. Em agosto de 1981, a Lei Kemp-Roth é aprovada, reduzindo o imposto sobre ganhos de capital e tornando os investimentos de risco ainda mais atrativos. O conjunto de iniciativas do governo colaborou decisivamente para o mais longo período de expansão econômica da história dos Estados Unidos.” (Relatório da Consultoria Agilis, 2007)

Na década de 1980, o alto nível de desenvolvimento da indústria foi responsável por frustrar as expectativas dos investidores. A focalização dos investimentos em determinados setores e a entrada de gestores inexperientes minguaram os retornos. O resultado foi queda da captação nos anos seguintes. (GOMPERS, LERNER 2001)

A década de 90 foi marcada por uma recuperação dos retornos e logo um novo aumento de captação. A recuperação foi devido ao sucesso de uma das estratégias de saída, o IPO. A saída dos gestores inexperientes também contribuiu para melhora do desempenho do setor. Com o passar do tempo, o ganho de expertise resultou em constantes melhoras nas taxas de retorno. (GOMPERS, LERNER 2001)

Além das razões citadas acima, o boom dos anos 90 também foi impulsionado pelos bons resultados obtidos por empresas que receberam o investimento e se tornaram populares no mercado, proporcionando ainda mais publicidade ao Capital de risco. Vale ressaltar que os investimentos dos fundos de pensão tiveram grande responsabilidade pelo crescimento da indústria de Private Equity e Venture Capital. (GOMPERS, LERNER 2001)

Ainda neste período, o governo voltou a participar da indústria, mas com um modelo diferente. A falta de espaço para entrada de investidores individuais fez com que o governo aplicasse nos fundos em parceria com essas pessoas. Dessa vez, os fundos deveriam ser do tipo *limited partnership* e melhor regulamentados. (GOMPERS, LERNER 2001)

Em 1999, 60% das aplicações foram feitas em empresas do setor de tecnologia da informação, 10% em ciências médicas e 30% nas demais áreas (GOMPERS, LERNER 2001). Ou seja, a maior parte do investimento sempre foi voltada para pesquisa e desenvolvimento de tecnologias, inovações. O capital de risco muda o padrão de gastos de uma empresa, aumenta o investimento em P&D e inovação que ganham espaço na indústria. Esta última muda a

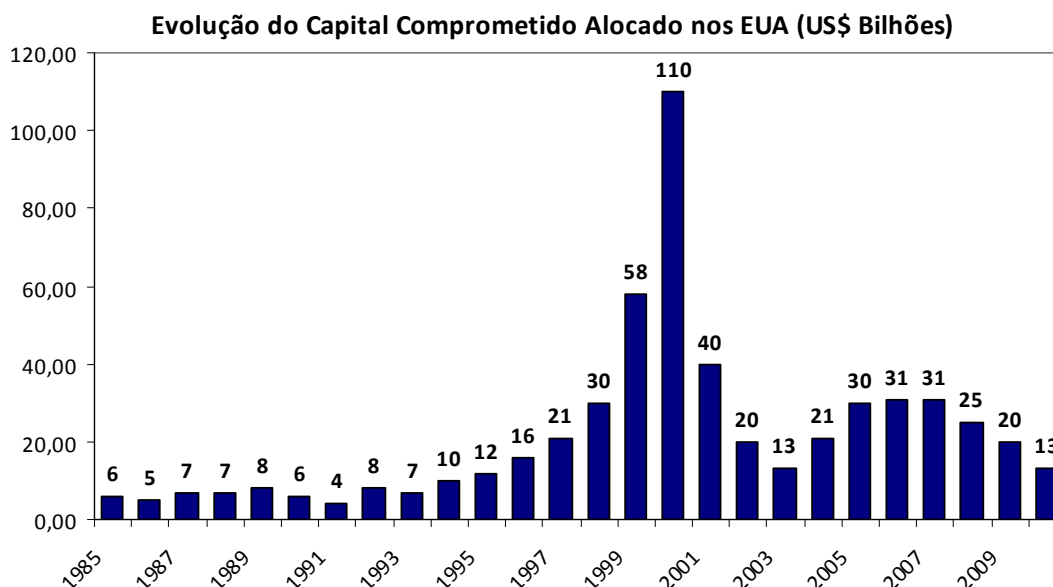
forma de gerir a atividade.

Conforme descrito no Relatório Consultoria Agilis (2007):

“De acordo com estudos apresentados ao Senado dos Estados Unidos em 2002, investimentos em Venture Capital nos 30 anos anteriores desenvolveram empresas responsáveis por mais de 11% do PIB dos Estados Unidos naquele ano, criando 12 milhões de empregos. Adicionalmente, estudos realizados pela NVCA mostraram que para cada dólar investido em Venture Capital entre 1970 e 1999 foram geradas receitas de US\$ 6,50 em 2000. Nesse mesmo ano, empresas viabilizadas pelo Venture Capital pagaram US\$ 66 bilhões em impostos e taxas, obtiveram lucros líquidos de US\$ 14 bilhões, exportaram US\$ 22 bilhões e investiram mais de US\$ 157 bilhões em P&D.”

No gráfico abaixo pode-se observar o crescimento exponencial do capital comprometido (recursos captados pelos fundos) em Private Equity e Venture Capital da década de 90. O pico alcançado em 2000 ocorreu devido à bolha tecnológica e o de 2005 - 2007 foi justificado pelo alto nível de captação pós-bolha e pela própria recuperação econômica. As quedas observadas nos anos seguintes significam apenas o retorno ao patamar normal de atividade, já a redução a partir de 2008 se deveu à crise econômica recente. (NVCA YEAR BOOK, 2011)

O gráfico 2.1 mostrado abaixo ilustra a evolução do capital comprometido em *venture capital e private equity*, alocado nos EUA desde 1985 até 2010



Fonte: Relatório do National Venture Capital Association, 2011

2.2.1.2. Introdução da Modalidade de Investimento de Capital de Risco no Brasil

No Brasil o PE/VC mostrou os primeiros sinais nos anos 70, mas foi introduzido de fato na década de 80, após o término da ditadura militar. Algumas iniciativas privadas em meados da década de 70 foram identificadas, porém, por falta de regulamentação adequada, eram tratadas como holdings. Algumas linhas de financiamento público via FINEP, também tinham objetivos alinhados com o Capital Empreendedor, entretanto, ainda não eram identificados como tal.(GORGULHO 1996)

Na década de 80 algumas iniciativas de financiamento privado realmente constituíram-se sob a forma de companhia de capital de risco. No entanto, durante muito tempo estas iniciativas não se desenvolveram devido às condições macroeconômicas do país. A conjuntura de inflação altíssima (entorno de 50% a.m. no mês anterior a entrada em vigor do plan real) não gerava incentivos suficientes para essa atividade, que só veio a ser disseminada após a estabilização monetária ocorrida com o Plano Real em 1994 (MAGALHÃES et al. 2009).

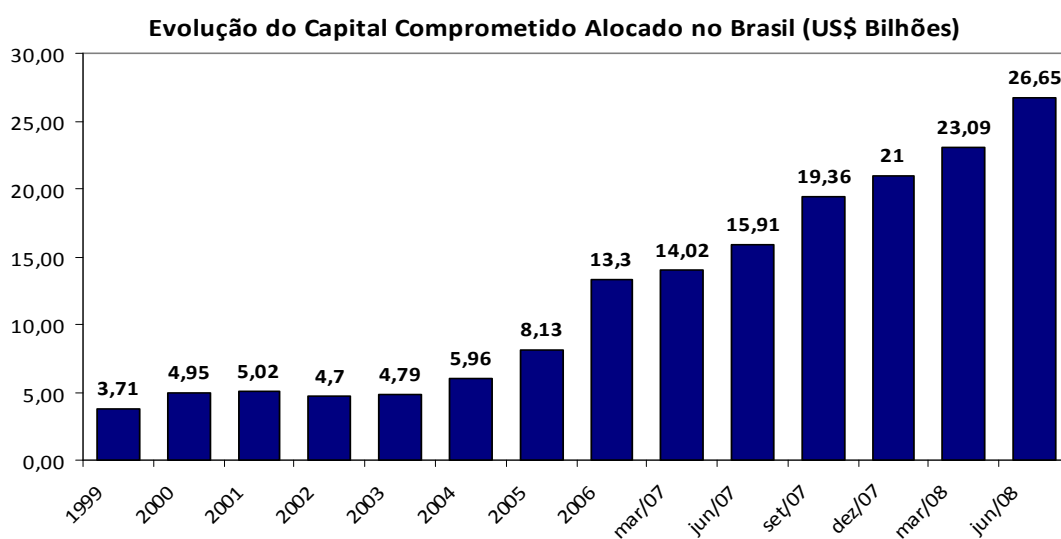
Além disso, a legislação brasileira proibiu durante muito tempo a aplicação em empresas de capital fechado. Apenas em 1986 foi publicado o decreto lei 2.287 permitindo este tipo de investimento. “A existência de um mercado de capitais pouco desenvolvido e, de forma geral, inacessível para as empresas menores também contribuía negativamente, no sentido de limitar as alternativas de liquidez disponíveis para os investimentos.” (GORGULHO 1996)

A falta de regulamentação do mercado ainda inibiu a atividade até a década de 90. “Como consequência do cenário macroeconômico volúvel, da ausência do arcabouço regulatório e da inexistência de ações de incentivo, os investimentos em *Venture Capital* no Brasil pouco evoluíram, com ações pontuais e descontinuadas.” (Relatório da Consultoria Agilis, 2007)

Um dos fatores que contribuiu para o desenvolvimento do capital de risco no Brasil foi a atuação do governo através de políticas de fomento via empresas públicas como BNDES, FINEP, SEBRAE e FIRJAN, ligadas aos Ministérios da Ciência e Tecnologia e ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Tanto o BNDES quanto a FINEP realizam aplicações em fundos de Private Equity e Venture Capital, já a FIRJAN e o SEBRAE atuam na linha de criar condições de mercado para atuação do capital de risco.

Desde então, o número de organizações gestoras veio aumentando aos poucos, tendo um forte desenvolvimento entre 2005 e 2007 “impulsionado pelo ambiente de liquidez financeira mundial e pela forte expansão dos indicadores econômicos nacionais.” (FURTADO, 2008). O gráfico abaixo ilustra essa evolução.

Gráfico 2.2 – Evolução do Capital Comprometido em *Venture Capital e Private Equity*, Alocado no Brasil de 1999 à junho de 2008.



Fonte: FURTADO, 2008

Pode ser observada a tendência de crescimento contínuo da atividade no Brasil, diferentemente da tendência oscilatória nos EUA. Entretanto como o capital de risco teve início nos EUA quase quatro décadas antes, a amostra de resultados é maior, mostrando um movimento mais compatível com a realidade.

2.2.2. O Que é Capital de Risco e Como Funciona o Processo de Investimento

2.2.2.1 Processo de Investimento

O investimento em Capital de Risco, também conhecido como Capital empreendedor é uma modalidade de aplicação que tem como premissa financiar empresas com grande potencial de crescimento. Este potencial está intimamente ligado ao esforço de inovação e de

P&D da empresa. Produtos tecnológicos apresentam valor agregado e lucro maiores, por isso estão no foco das aplicações. Outro fator de extrema relevância é que a inovação também se constitui em uma forte barreira a entrada de concorrentes.

Trata-se de um investimento através de participação acionária ou aquisição de outros valores mobiliários em empresas de capital fechado. Em *private equity* e *venture capital* os fundos de investimento de longo prazo são os intermediários entre agentes superavitários e os deficitários e também são responsáveis pela gestão do capital aportado, devendo compor a carteira com participações em empresas promissoras, com alto potencial de crescimento.

A partir da compra das ações, os gestores do fundo adquirem o direito de participar do conselho dessas firmas durante o período de investimento. Segundo Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008), a organização gestora do fundo agrega valor ao negócio através da expertise e da rede de contatos de seus gestores. Estas pessoas estarão dedicadas a implementar uma gestão profissional, que contribuirá para um crescimento saudável do empreendimento, além de aplicar práticas de governança corporativa. Adiciona-se a possibilidade de ganhos de escala uma vez que o fundo participa da gestão de uma carteira de empresas que podem interagir entre si.

O capital adquirido com a venda da participação aos fundos pode ser canalizado para o desenvolvimento de produtos ou processos inovadores, P&D, registro de patentes, capital de giro, expansão da planta industrial, projeto de marketing, para aumentar rede de distribuição, ou ainda para fusão estratégica (verticalização da produção). Entretanto a valorização da firma depende igualmente do esforço do gestor dedicado a melhorar as práticas administrativas da empresa investida e assim garantir sua sustentabilidade no longo prazo. O que se espera é que a empresa depois do processo de investimento e aprendizagem eleve sua participação no setor e aumente seu valor de mercado.

Para os autores Magalhães, Daudt, Phonlor (2009), o mecanismo de *venture capital* pode ser associado a uma rede de cooperação, onde empresas e fundos de investimento beneficiam-se mutuamente ao se ligarem. Para pequenas e médias empresas, a forte concorrência de um mercado globalizado reduz suas chances de sobreviver e de se desenvolver. Nesse contexto, uma rede tem mais chances de obter sucesso, uma vez que a iteração entre os componentes pode proporcionar troca de informações, conhecimento, habilidades, recursos, redução de custos, maior acesso a tecnologias, compartilhamento de

riscos; ou seja, relações técnicas, comerciais e financeiras que resultam em vantagem competitiva. Em rede, as empresas podem concentrar-se em sua atividade principal.

De acordo com Ruy Kameyama (2001), o processo pode ser dividido resumidamente em 5 etapas principais:

- Organização e formação (de 1 a 6 meses);
- Captação de recursos (de 6 a 18 meses);
- Investimentos (de 1 a 4 anos);
- Gerência do portfólio/maturação dos investimentos (de 1 a 7 anos);
- Venda das participações (de 3 a 10 anos).

2.2.2.2 O Desinvestimento

Todo trabalho e dedicação dos empresários e gestores apresentarão seus resultados no período de desinvestimento, em que o fundo buscará compradores para sua participação nas empresas. O preço da venda de suas quotas determinará se o sócio capitalista realizará lucro ou prejuízo, sendo assim é o momento mais importante e mais delicado do processo como um todo.

Algumas opções de saída são possíveis sendo que, em geral, umas proporcionam lucros maiores do que outras. Segundo Ramalho (2010), dentre as opções estão às seguintes estratégias:

- Venda estratégica (trade sale);
- Venda para outro investidor (secondary sale);
- Recompra pelo empreendedor (buyback);
- *Initial Public Offering* (IPO) – Oferta Pública Inicial;
- Liquidação (que ocorre quando o investimento em determinada empresa não vingou).

A venda estratégica ocorre quando a empresa é adquirida por outra de maior porte que pode ser do mesmo setor ou que pretenda verticalizar a produção. A adquirente pode optar por comprar 100% da investida, sendo assim, o empreendedor é obrigado a vender sua participação também. Esta opção é uma alternativa que apresenta bom retorno para o fundo, pois o investidor pode utilizar a assimetria de informação a seu favor e obter uma

performance melhor.

A venda secundária é realizada quando as quotas do fundo são compradas por outro investidor. Este último pode ser outro fundo de capital de risco com foco em empresas em estágio de desenvolvimento mais avançado. O novo aporte de capital servirá para uma nova mudança de patamar da empresa. Se no primeiro investimento a firma ganhou capacidade organizacional e de gerenciamento, neste, a mesma pode expandir sua produção, por exemplo.

A recompra pelo empreendedor, como o nome já diz, ocorre quando o fundo vende suas ações de volta para o empreendedor. Essa é a opção de pior rendimento para o investidor, pois o nível de informação é semelhante entre as partes, o que dificulta uma precificação acima do valor de mercado.

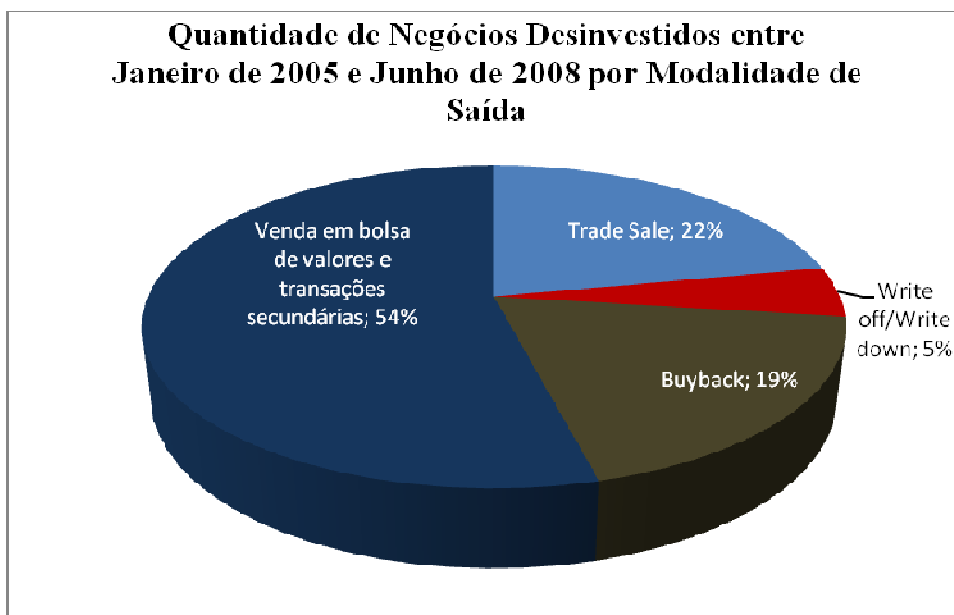
A Oferta Pública Inicial (IPO), em geral, é a melhor estratégia de saída para investidores e empreendedores. Para os primeiros é a alternativa com maior potencial de retorno, e para os últimos, segundo informações da BOVESPA (2011), facilita o acesso a capital, torna seu patrimônio mais líquido, abre a opção de fazer aquisições e oferecer ações como pagamento, cria uma referencial de avaliação do negócio e melhora a imagem institucional.

Entretanto para fazer o lançamento de ações na bolsa de valores a empresa investida tem que estar num patamar de transparência muito alto, com relação às informações prestadas ao mercado. A legislação exige práticas de governança e certas regras societárias. O volume e qualidade de informações que facilitem o acompanhamento da performance da empresa são muito importantes para que o investidor tenha confiança no papel (BOVESPA 2011). Todas essas exigências dificultam a saída do fundo através de IPO.

A liquidação, também conhecida como *write off* ou *write down*, ocorre quando a empresa investida não se desenvolve, podendo até liquidar suas operações, o que resulta em perda de capital para os investidores. Na maioria das carteiras, senão em todas, existe um percentual de *write off* esperado pelos gestores, por isso o grande esforço de diversificação, na tentativa de reduzir o risco da carteira.

Nos gráficos 2.3 e 2.4 observa-se os tipos de estratégias de saídas utilizados no Brasil entre 2005 e 2008 e a importância de cada um de acordo com valor do desinvestimento.

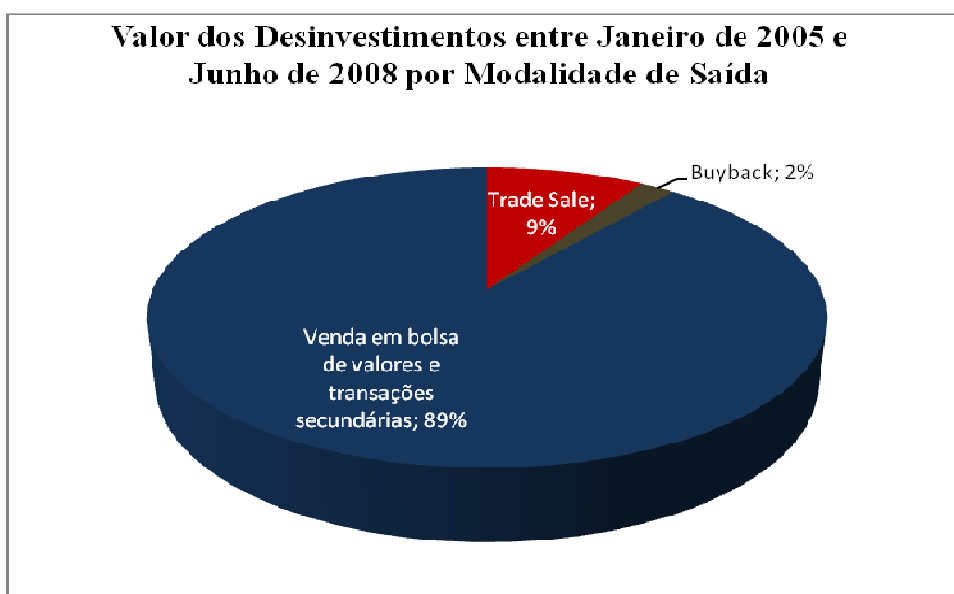
Gráfico 2.3 - Quantidade de Negócios Desinvestidos entre Janeiro de 2005 e Junho de 2008 por Modalidade de Saída



Fonte: Furtado, 2008

O gráfico 2.3 mostra que a saída via IPO (54%) tem sido a mais representativa nos últimos anos. Em seguida vem a venda estratégica (22%) e a recompra por parte dos empreendedores (19%). A perda de capital tem representado uma baixa parcela (5%), o que reafirma a validade deste tipo de investimento.

Gráfico 2.4 – Valor dos Desinvestimentos entre Janeiro de 2005 e Junho de 2008 por Modalidade de Saída



Fonte: Furtado, 2008

Pelo gráfico 2.4 se conclui que os 54% das vendas via IPO representam 89% do valor total de venda, o que reforça a teoria de que o IPO é a estratégia de saída mais rentável. A venda estratégica aparece em segundo lugar com 9% do total e a recompra de ações pelos empreendedores é a estratégia menos utilizada e que representa o menor valor de desinvestimento com 2% do total.

No caso dos Estados Unidos o desenvolvimento do Capital de Risco foi em grande parte impulsionado pela existência de um mercado de ações bem organizado, desde seu início. Como explicitado anteriormente, o período de desinvestimento é o momento mais importante para os investidores, que só aplicam seu capital se conseguirem enxergar boas possibilidades para se desfazer da sociedade. Logo, um mercado acionário organizado é essencial para a propagação do Capital de Risco. (GORGULHO, 1996)

Ainda sobre a América do Norte, as estratégias mais comuns são a abertura de capital, para empresas num estágio um pouco mais avançado e a aquisição, para empresas mais incipientes. Mesmo que o IPO apresente retornos melhores na maioria das vezes, a aquisição é escolhida no caso de empresas menores, pois as mesmas não são capazes de cumprir todas as exigências nem de cobrir todos os custos para um lançamento de ações. (GORGULHO 1996)

A aquisição estratégica tem outras vantagens como ter um processo mais rápido, não exigir tanto tempo de preparação da empresa, e funcionar bem tanto para firmas saudáveis quanto para aquelas com dificuldades financeiras. Por isso, foi a saída mais utilizada nos anos 80 no país em questão. (GORGULHO 1996)

2.2.2.3 Estrutura Organizacional dos Investimentos em Capital de Risco

O capital de risco pode ser estruturado de algumas formas que serão descritas abaixo:

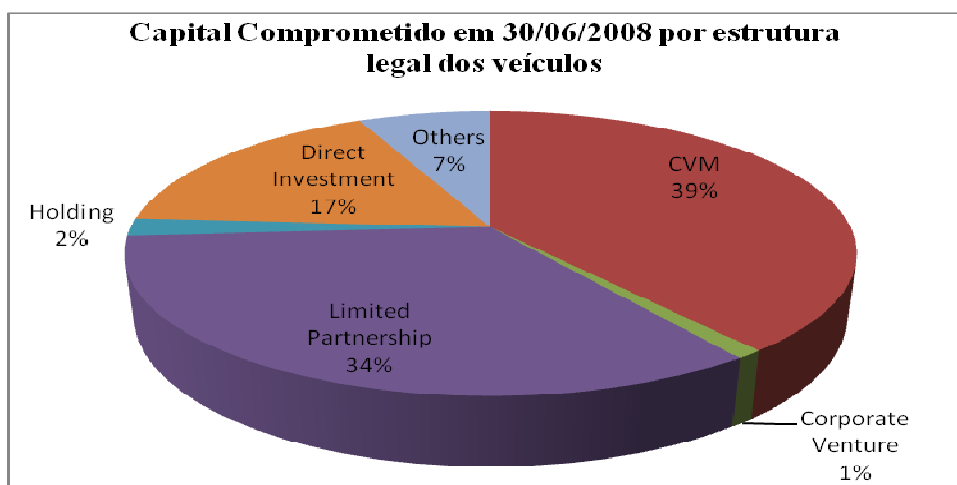
- *Limited partnerships*: Esta estrutura separa os sócios dos fundos de investimento em dois grupos, os administradores responsáveis pela gestão do fundo, que respondem por dívidas que possam surgir, e os investidores, que apenas participam com o aporte de capital e não são responsáveis por dívidas que ultrapassem seu aporte. Os administradores contribuem com um percentual mínimo do valor captado apenas para alinhar seus interesses com o dos investidores. Além disso, recebem uma taxa de administração durante todo o tempo de existência do fundo como um “salário” pelo

trabalho de gestão. Nesta estrutura o fundo tem um prazo de vida que gira entorno de 10 anos. (GORGULHO, 1996)

- **Companhias de capital de risco:**

“Sob esta estrutura, os investidores são acionistas da companhia de capital de risco. A estrutura das companhias permite um envolvimento mais freqüente e direto dos acionistas na administração através de uma presença ativa na Diretoria ou Conselho Administrativo e da possibilidade de escolher os administradores. Ao contrário dos fundos, onde os objetivos e os acordos de distribuição de lucros são estabelecidos no momento de sua criação, nas companhias, estes podem ser mudados a qualquer tempo. O fato das companhias serem mais difíceis de se dissolver do que os fundos pode contribuir para dar mais confiança ao investidor potencial, principalmente no contexto de uma indústria de capital de risco criada recentemente.” (GORGULHO, 1996)
- **Subsidiárias corporativas:** nesta formação as empresas matrizes são responsáveis pelos investimentos em suas subsidiárias que, em geral, estão dedicadas à P&D, sendo assim a ponte para o acesso da matriz às inovações tecnológicas. (GORGULHO, 1996)
- **CVM (Comissão de Valores Mobiliários) –** São duas instruções, a CVM 209 de 1994 que instituiu o Fundo Mútuo de investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e a CVM 391 de 2003 que instituiu o Fundo de Investimento em Participações (FIP). Ambas foram criadas adequando o modelo norte americano – o *Limited Partnership* – à realidade brasileira. (FURTADO, 2008)
- **Investimento direto:** o investidor no fundo ou veículo de investimento e a organização gestora se confundem, é a mesma figura. (FURTADO, 2008)
- **Outros:** além das organizações descritas aqui, o Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity & Venture Capital* define algumas outras menos utilizadas: “*Club Deals e Pledge Funds* são estruturas que dão a opção aos investidores participarem ou não dos investimentos propostos pelos gestores. *Blind Pools* são estruturas em que os gestores (GPs) tomam a decisão de investimento/desinvestimento em nome dos investidores (LPs).” (FURTADO, 2008)

No gráfico 2.5 está a distribuição do Capital Comprometido em 30/06/2008 por Estrutura legal dos veículos (estrutura organizacional) adotada pelos gestores em 30/06/2008 no Brasil.



Fonte: Furtado, 2008

Conforme explicitado pelo gráfico 2.5 as estruturas da CVM e a Limited Partnership são as mais utilizadas somando 73% do total. As estruturas organizacionais são importantes para balizar a forma com que o capital será utilizado, definindo regras de conduta entre os participantes do mercado.

2.2.2.4. As Alternativas ao Capital de Risco

No caso da inexistência ou impossibilidade da utilização do Capital de Risco existem algumas opções de financiamento à atividade produtiva no Brasil. As alternativas sugeridas no trabalho de Carneiro et al. (2009) são o financiamento através de lucros retidos, ou seja, capital próprio, via banco comercial, por meio do mercado de capitais com lançamento de ações e o financiamento oferecido por bancos governamentais.

O estudo de Carneiro et al. (2009) mostrou que dentro do universo pesquisado, entre 2004 e 2007, no Brasil, 51% das empresas financiavam seus investimentos através de capital próprio, 41% por meio de dívidas e 8% emitiram ações tanto na forma de oferta primária como captação privada (aporte dos sócios).

O alto percentual de financiamento baseado nos lucros retidos sugere a existência de um mercado de crédito pouco desenvolvido, que não atende a necessidade de investimento das pequenas empresas. Estas firmas têm dificuldade em apresentar garantias reais e por isso seu acesso ao financiamento oferecido por bancos universais privados é restringido.

Além disso, empresas de pequeno porte, em geral, têm recursos internos limitados. Esses dois motivos explicam a dificuldade de desenvolvimento das pequenas e médias empresas no Brasil que são obrigadas a buscar formas de financiamento alternativas.

Os bancos comerciais associam um risco muito alto ao financiamento de empresas nascentes e por isso cobram taxas proibitivas, com reduzido prazo de pagamento. Visto isso, esta modalidade é indicada para companhias em uma fase de desenvolvimento mais avançada, já capazes de oferecer garantias aos emprestadores. O que mostra uma grande lacuna no financiamento bancário de longo prazo no Brasil (CARNEIRO, 2009).

A oferta primária de ações é uma boa alternativa de financiamento à indústria, entretanto é exigido alto grau de transparência na gestão, de organização contábil, de governança corporativa, demonstrativos de resultados e relatórios que uma firma iniciante não tem condições de apresentar. Este tipo de financiamento, sem uma assessoria qualificada, não é uma saída para o tamanho dos empreendimentos em questão. O aporte dos sócios pode ser uma boa solução, mas depende da situação financeira e disponibilidade dos mesmos.

Já os financiamentos oferecidos por agências governamentais no Brasil mostram-se uma ótima oportunidade apesar de também apresentarem alguns inconvenientes. As linhas de financiamento do BNDES cobram baixas taxas de juros, oferecem longos prazos além de exigências quanto às garantias mais adequadas em relação ao tamanho das empresas. A FINEP oferece linhas de crédito não reembolsável, ou seja, a fundo perdido. Oferece também uma linha de juro zero, em que só é cobrada a atualização monetária mensal baseada no IPCA. Em ambos os casos não são exigidas garantias reais (FINEP 2011). O problema desses modelos é sua baixa abrangência, recursos relativamente limitados e dirigidos para setores específicos escolhidos pelo governo como estratégicos. Em alguns casos a burocracia também é um fator agravante.

Segundo Ramalho (2010), conforme as empresas crescem, mais capital necessitam. Considerando que o empréstimo de terceiros e o reinvestimento são recursos limitados, a entrada de novos sócios abre espaço para expansão da empresa através de investimentos, sendo que sua obrigação apenas se concretiza no longo prazo.

2.2.2.5. O Diferencial do Capital de Risco

O Capital de Risco se torna um meio importante para empresas com capacidade

inovativa, pois não cria barreiras, mas sim incentivos a esse movimento. A aversão ao risco é um grande obstáculo à inovação e sistemas de financiamento comuns pontuam negativamente a incerteza gerada durante o desenvolvimento de um novo produto/processo (Magalhães et al.2009).

Para Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008), o processo de inovação, por sua natureza, envolve riscos inerentes às primeiras pesquisas para desenvolvimento de novas tecnologias. É uma atividade com retorno incerto, podendo acarretar tanto em ganhos muito altos, quanto na perda de todo o capital investido. Sendo assim, há uma grande dificuldade de se projetar um fluxo de caixa. Devido a esta característica, as empresas inovadoras encontram enorme dificuldade de acessar o financiamento tradicional. Os prazos oferecidos no mercado são curtos em relação ao tempo necessário para desenvolver um produto ou processo e para que possa produzir resultados, além disso, as taxas são extremamente altas.

Em muitos casos as grandes empresas incorporam a inovação produzida por uma pequena empresa que assumiu todos os riscos de sua gestação. O fato das empresas menores serem as que mais inovam é um agravante para questão do financiamento, uma vez que elas não possuem garantias para a transação. O capital de risco apresenta-se então, como uma alternativa de financiamento muito adequada às empresas de base tecnológica. Não são exigidas garantias, nem pagamento de juros ou amortização do principal (Meirelles, Júnior, Rebelatto 2008). O retorno do investimento será obtido com a venda da participação do fundo nesta empresa que, se tudo der certo, valerá muito mais do que quando foi “comprada”, investida.

Para o empresariado em geral, o aporte de capital de risco traz consigo muito mais do que uma simples possibilidade de expansão da produção. Traz também uma grande mudança na forma de gerir o negócio. As exigências dos fundos de investimento quanto à transparência na gestão, alto nível de governança corporativa, estrutura organizacional bem definida e intensa busca por resultados e lucros fazem parte do processo de amadurecimento da empresa. A partir desse momento o empreendedor passa a ter um sócio – o sócio capitalista – que participará do conselho da empresa.

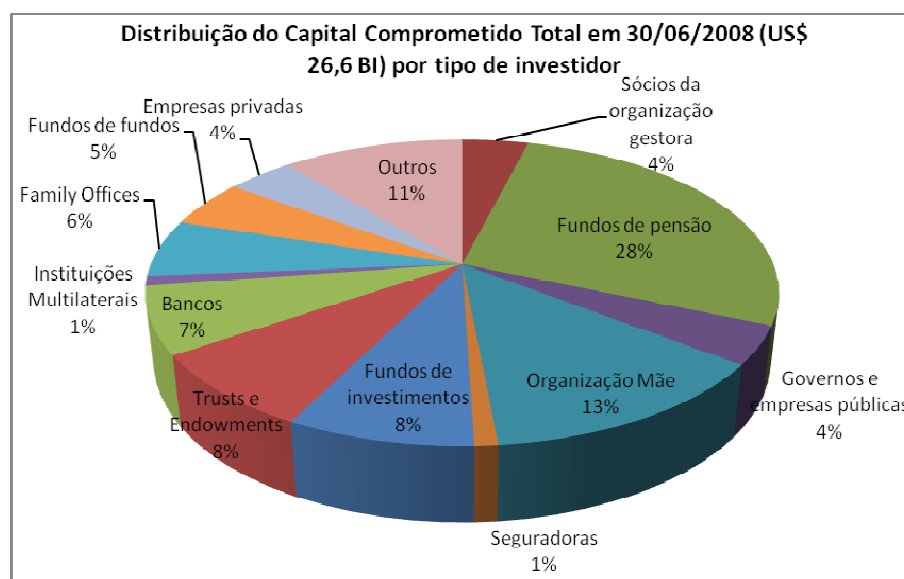
Em seu estudo, Magalhães, Daudt e Phonlor (2009), apresentaram algumas vantagens do VC/PE obtidas pelas empresas, na visão de investidores. Em geral, os empreendedores começam a enxergar seu negócio de uma forma mais estratégica e percebem a necessidade de

um planejamento num horizonte de tempo maior. Uma atitude importante que começa a ser implementada é a criação de metas visando aumento da rentabilidade. Fazer parte de uma rede, que inclui gestor e empresas de sua carteira, é benéfico, pois existe a possibilidade de troca de experiências e parcerias. A dificuldade de acesso ao financiamento é mitigada devido à rede de contatos dos gestores, que abrem novas possibilidades de captação. Por fim, tem-se também o ganho de expertise administrativa, que facilita a gestão do dia-a-dia da empresa.

A indústria de capital de risco é reconhecidamente importante por seu papel estratégico de criar condições ao desenvolvimento de novas tecnologias. O investimento em tecnologia é essencial para aumentar a competitividade do país, tendo em vista que a pauta de exportação do Brasil ainda é baseada em atividades primárias, muito vulneráveis às flutuações externas e apresentam baixo valor agregado em relação aos produtos de alta tecnologia (Meirelles, Júnior, Rebelatto 2008).

Os investidores, por sua vez, procuram esta alternativa de aplicação buscando um alto retorno financeiro, que é esperado devido à grande incerteza e risco inerentes a este tipo de investimento. Segundo o estudo de Magalhães, Daudt e Phonlor 2009, numa carteira, cerca de 20% das investidas obtém sucesso, 40% desenvolvem razoavelmente e 40% apresentam perdas. No entanto o ganho dos dois primeiros mais do que compensam o insucesso do último grupo.

Gráfico 2.6 – Distribuição do Capital Comprometido Total em 30/06/2008, por tipo de investidor:



Fonte: FURTADO, 2008.

Assim como nos EUA, no Brasil os fundos de pensão são a classe mais representativa em relação ao investimento em capital de risco. Eles representam 28% dos 26,6 bilhões de dólares comprometidos.

CAPÍTULO III – ANÁLISE DO FINANCIAMENTO VIA CAPITAL DE RISCO À LUZ DA TEORIA SCHUMPETERIANA

Neste último capítulo o financiamento através do Capital de Risco será analisado à luz da teoria schumpeteriana de financiamento a inovação. O objetivo principal do capítulo é verificar em que pontos a teoria proposta por esse autor é adequada à explicação dessa modalidade de financiamento. Para isso, será feita uma análise dos pontos de aproximação e afastamento entre o que propõe a teoria de Schumpeter e o financiamento via Capital de Risco. Como forma de simplificar a linguagem utilizada no capítulo, a partir de agora o mecanismo de financiamento à inovação presente na teoria schumpeteriana será tratado também como financiamento bancário, num sentido mais amplo.

3.1. Aproximações entre a Teoria Schumpeteriana e o Financiamento Via Capital de Risco

Na época em que Schumpeter escreveu os dois livros analisados anteriormente provavelmente não conhecia o capital de risco, ainda muito incipiente nesta época. Entretanto, pode-se dizer que sua proposição foi bastante parecida com aquilo que é feito hoje sob esta nomenclatura. Sua análise em relação ao financiamento à inovação se encaixa bem à idéia associada ao *Private Equity/Venture Capital*.

A primeira e mais clara semelhança é o foco no financiamento à inovação. Schumpeter foi provavelmente o primeiro autor a exacerbar a importância da inovação no processo de geração de lucro e, mais importante, no próprio processo de evolução do sistema capitalista. Em todo o mundo a produção de novas combinações é de grande importância para o desenvolvimento econômico de um país dado que é responsável pelo aumento do grau de competitividade no mercado externo. Por isso mesmo, em se tratando de políticas de desenvolvimento industrial, os mecanismos de financiamento a empresas inovadoras têm extrema relevância.

Ainda em relação à promoção do desenvolvimento possibilitada pela inovação, temos que tanto no caso do capital de risco como no do financiamento abordado por Schumpeter, o mercado de crédito tem um papel essencial. Uma de suas características mais relevantes é desvincular a produção da necessidade de acumulação prévia de capital. No primeiro caso, o mercado de crédito funciona do seguinte modo: os fundos de investimento são responsáveis por aplicar o capital dos cotistas em investimentos produtivos, ou seja, cedendo crédito às

empresas. Já no segundo caso, os bancos são os agentes financiadores que criam crédito emitindo bilhetes bancários descobertos.

A questão da inexistência de garantias é outro ponto em comum nas duas abordagens. Tanto para Schumpeter (1997) no financiamento bancário como no financiamento através de capital de risco, as firmas inovadoras são pequenas e médias empresas (iniciantes) que necessitam acessar o mercado de crédito por não ter o capital acumulado (capital próprio) de produções anteriores para investir em sua produção¹. Essa condição é importantíssima no que se refere ao risco assumido pelo prestador. Com isso em mente pode-se compreender melhor a natureza do financiamento à inovação, que será abordada abaixo.

Dada a falta de garantias e o alto risco das operações, tem-se uma expectativa de obtenção de retornos muito acima da média do mercado. Sob uma determinada ótica, as abordagens se aproximam dado que, tanto em Schumpeter quanto no Capital de Risco, é o lucro extraordinário o grande motivador do financiamento e da criação da inovação. Sob outra ótica, enquanto em Schumpeter o alto nível de risco da operação pode ser considerado um dificultador do investimento em inovação, na indústria de capital de risco ele faz parte do modelo de negócio. Neste sentido, cabe dizer que a novidade do aporte de capital via participação acionária se adaptou às elevadas incertezas como forma de obtenção de altos retornos.

Em ambos os casos o empresário não é o principal responsável por arcar com o risco do negócio. Este é sempre o papel do capitalista/fundo de investimento, que receberá uma bonificação por esta atividade. O empresário deve se preocupar principalmente com a gestão do negócio, com o desenvolvimento do produto final e sua aceitação no mercado. O que foi dito aqui pode ser comprovado com o seguinte trecho de Schumpeter (1997):

“Chamamos ‘empreendimento’ à realização de combinações novas; chamamos ‘empresários’ aos indivíduos cuja função é realizá-las. [...] Em primeiro lugar nossa definição concorda com a comum, no ponto fundamental da distinção entre ‘empresários’ e ‘capitalistas’— independentemente de os últimos serem vistos como proprietários de dinheiro, de direitos ao dinheiro, ou de bens materiais. Nossa definição coloca também a questão de que o acionista comum é um empresário enquanto tal, e descarta a concepção do empresário como aquele que corre riscos. [...] O risco obviamente recai sempre sobre o proprietário dos meios de produção ou do capital-dinheiro que foi pago por eles, portanto nunca sobre o empresário *enquanto tal* [...]. Um

¹ Posteriormente, Schumpeter passa a dar maior destaque ao papel das grandes empresas na geração de inovações (Schumpeter, 1961; O’Sullivan, 2005).

acionista *pode* ser um empresário. Pode até dever o poder de atuar como empresário ao fato de possuir uma participação com a qual detém o controle. Os acionistas *per se*, contudo, nunca são empresários, mas apenas capitalistas, que, em consideração ao fato de se submeterem a certos riscos, participam nos lucros. [...] O lucro empresarial é um excedente sobre os custos. Do ponto de vista do empresário, é a diferença entre receitas e despesas no negócio, como nos foi dito por grande número de economistas. Por superficial que seja essa definição, é suficiente como ponto de partida. Por “despesas” entendemos todos os desembolsos que o empresário deve fazer direta ou indiretamente na produção. A isso se deve acrescentar um salário apropriado para o trabalho desempenhado pelo empresário, uma renda apropriada para qualquer terra que porventura lhe pertença e finalmente um prêmio de risco.” Schumpeter (1997)

3.2. Afastamento entre a Teoria Schumpeteriana e o Financiamento Via Capital de Risco

Apesar do bom enquadramento proporcionado pela teoria schumpeteriana ao financiamento via capital de risco, podem ser ressaltados alguns pontos de afastamento.

Na teoria de Schumpeter, o financiamento bancário é aplicado às empresas que necessitam de crédito para investir na inovação em sua linha de produção. O financiamento bancário é uma das alternativas ao financiamento de empresas. Entretanto este crédito oferecido por bancos é muito menos adequado à realidade das pequenas e médias empresas do que o capital de risco. Como foi visto no capítulo dois os bancos comerciais associam um risco muito alto ao financiamento de empresas nascentes e por isso cobram taxas proibitivas, com reduzido prazo de pagamento. Como foi colocado anteriormente, há uma forte adaptação da indústria de *Private Equity e Venture Capital* a tal realidade.

Sendo assim, como é sabido os bancos são instituições menos dispostas a aceitar o alto risco que uma empresa inovadora oferece, preferindo ofertar capital para fins de rotina diária de um negócio estabelecido. Conforme o livro de Schumpeter (1997):

“O crédito na rotina ordinária do negócio estabelecido deve sua importância prática somente ao fato de que há desenvolvimento e de que esse desenvolvimento carrega consigo a possibilidade de empregar somas de dinheiro que estão temporariamente ociosas.[...] E no fim, quando todos os negócios — antigos como novos — são lançados dentro do círculo do fenômeno do crédito, os banqueiros até preferirão essa espécie de crédito por envolver menor risco.”

Quando se considera a indústria de capital de risco, essas incertezas são cruciais para operação, já que é graças a elas que os ganhos de capital são tão promissores. Essa diferença pode ser justificada pelo fato de Schumpeter focalizar no papel dos bancos, enquanto o

modelo de financiamento via participação acionária foca no financiamento via mercado de capitais.

Outro ponto de afastamento está na amortização do financiamento. Em Schumpeter, o financiamento deve ser pago no final do período de produção. Caso a produção leve mais do que um ano fiscal, a empresa deve apresentar-se ao banco para demonstrar sua capacidade de pagamento. O financiamento bancário receberá no final do período o principal somado aos juros contratados no início da operação (seja no caso de operações com taxas de juros pré- ou pós-fixadas) e um prêmio de risco, ou seja, seu retorno é relativamente garantido (exceto no caso de uma incapacidade de pagamento). Esse modelo é afetado pelo risco de crédito, que “refere-se à probabilidade de calote por parte dos tomadores de crédito” (CARVALHO et al, 2007).

Já no capital de risco o empreendedor não pagará pela amortização do financiamento. Ela ocorrerá no momento da venda da participação do fundo. O valor de venda das ações definirá o retorno do capitalista, sendo sua remuneração desconhecida e podendo tanto não cobrir o valor aportado quanto multiplicá-lo dezenas de vezes. Pode-se presumir que, nesse tipo de operação, há um maior comprometimento do investidor. Neste caso o tipo de risco envolvido é o risco de mercado que “consiste na probabilidade de que o bando [de investimento] tenha superestimado as possibilidades futuras de absorção pelo mercado dos papéis retidos em carteira” (CARVALHO et al, 2007). Ou seja, é a possibilidade de um fundo de capital de risco não encontrar comprador para sua participação na empresa investida. Nesse caso ou ele terá que manter esta firma em sua carteira por mais tempo do que ele desejaria ou realizará prejuízos com a venda abaixo do preço de mercado.

Por fim, o lucro empresarial em Schumpeter é um excedente que aparece quando o preço de venda de um determinado bem se descola de seu custo de produção. Esta situação só acontece quando existe inovação e os consumidores passam a valorizar o novo produto. O lucro não extraordinário no capital de risco pode existir mesmo que não haja inovação, entretanto ela é necessária para que lucros extraordinários possam ser alcançados. O objetivo do capitalista de risco é justamente buscar esse tipo de lucro.

Apesar de pensar num modelo de financiamento à inovação Schumpeter não levou em consideração as peculiaridades de uma empresa inovadora dos dias atuais, afinal em sua época empresas inovadoras não se pareciam com as atuais. Por exemplo, não pensou na

necessidade do financiamento ser de longo prazo para que haja tempo para maturação do projeto. Apesar de ter considerado que as empresas que mais inovam (no seu livro Teoria do desenvolvimento econômico) são as pequenas e médias (sem garantias a oferecer), não colocou isso como empecilho para obtenção do financiamento, nem entrou no mérito das altas taxas cobradas para este tipo de operação.

Talvez a principal distinção a ser feita seja considerar os momentos históricos em questão. Schumpeter (edição de 1997) escreveu no contexto pós-segunda Revolução Industrial e primeira Guerra Mundial as empresas inovadoras eram aquelas que faziam parte da indústria pesada Alemã. Já o capital de risco acontece pela primeira vez num contexto de segunda Guerra Mundial, com o capitalismo mais desenvolvido, as empresa já mais voltadas para outro tipo de tecnologia.

3.3. Conclusões Sobre o Capítulo

Apesar das grandes empresas terem melhores condições de se dedicar à pesquisa e desenvolvimento de novas combinações (maiores possibilidades de oferecer garantias para obter um financiamento, capacidade organizacional, maior escala, dentre outros), como foi observado por Schumpeter, quem realmente se dedica a inovação são as pequenas e médias empresas, em suas palavras:

“Em primeiro lugar não é essencial — embora possa acontecer — que as combinações novas sejam realizadas pelas mesmas pessoas que controlam o processo produtivo ou comercial a ser deslocado pelo novo. Pelo contrário, as novas combinações, via de regra, estão corporificadas, por assim dizer, em empresas novas que geralmente não surgem das antigas, mas começam a produzir a seu lado;” (SCHUMPETER, 1997)

Essas firmas menores fazem um esforço maior em busca de novas combinações, pois precisam brigar por um espaço no mercado já estabelecido. No capital de risco, o que acaba acontecendo são as grandes empresas, menos dinâmicas por natureza, englobarem a todo o momento as firmas menores inovadoras, para ter acesso às novas tecnologias.

A concorrência, conforme descrita por Schumpeter, é responsável por nunca deixar um empresário em situação de conforto. Caso o indivíduo deseje se manter no mercado, deve sempre estar atento, buscando inovações constantes. É esta situação que leva as empresas a buscar capitalistas de risco para apoiar seus projetos. A inovação leva o empresário a curtos períodos de monopólio, onde a concorrência não habita e os retornos são garantidos. Sob esse

aspecto, a inclusão de um sócio capitalista numa pode ser vista como uma vantagem competitiva.

Como contribuição fundamental, Schumpeter explicitou as relações de dependência entre lucro e inovação e de inovação e existência de crédito. Pode-se dizer que de um modo geral, sua contribuição é a base do conceito que permeia as modalidades de capital de risco, embora haja algumas diferenças.

CONCLUSÃO

Como foi colocado por Castro e Carvalho (2008)

“Um autor solitário manteve o interesse no ‘velho’ tema do progresso técnico: Schumpeter. De formação estritamente convencional e de espírito profundamente conservador, o economista austríaco Joseph Schumpeter recuperou idéias clássicas de desenvolvimento, mudanças descontínuas, e progresso técnico. Na verdade, mais do que isso, Schumpeter propôs que a introdução de inovações no processo produtivo de economias capitalistas modernas era a função específica de um ator até então desconhecido nas formas anteriores de organização de produção, o empresário. [...] Schumpeter observou que o empresário capitalista moderno é caracterizado por uma disposição especial a enfrentar incertezas. Além desta disposição, [...] autores ressaltam que é preciso que haja também acesso a meios financeiros a termos adequados.” (CASTRO, CARVALHO, 2008)

Tendo em vista a análise feita, pode-se perceber que realmente o capital de risco é melhor apropriado ao financiamento de atividades produtivas inovadoras do que as demais alternativas oferecidas no mercado. As incertezas geradas no processo de criação reduzem a aceitação deste tipo de financiamento. Então o capital de risco, a partir da década de 40 no Estados Unidos da América e da década de 80 no Brasil passou a suprir parte desta necessidade. No Brasil esta atividade ainda está em processo de desenvolvimento e por isso ainda não é suficiente para atender a toda a demanda por capital para investimento das empresas.

Também foi observado que o capital de risco tem semelhanças e diferenças em relação a teoria de financiamento à inovação de Schumpeter. Ambos exaltam o papel da inovação como indutora de criação de lucros, a importância do mercado de crédito para as pequenas e médias empresas e o risco envolvido no processo. As principais diferenças estão no campo das instituições responsáveis por conceder crédito, uma avessa ao risco – os bancos e outra aberta às oportunidades de ganho no compartilhamento do risco – fundo de investimento. A existência de amortização do financiamento é outro ponto de descolamento assim como a questão da necessidade de o financiamento ser de longo prazo.

Estudando-se a contribuição de Schumpeter sobre o papel do capitalista e comparando com o capital de risco, podem-se observar vários pontos em comum, embora as diferenças históricas existam. O capital via participação societária é um mecanismo que está sempre em transformação, essa condição faz parte do caráter evolutivo do capitalismo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGILIS Consultoria & Negócios. Avaliação Técnica Final 2006 – Projeto INOVAR. Abril/junho 2007.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros; ALMEIDA, Júlio Sergio Gomes de; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; AVANIAN, Claudio; NOVAIS, Luis Fernando; FILLETI, Juliana de Paula. Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos; Subprojeto padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. FECAMP, Campinas, SP. Agosto, 2009.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; STUDART, Rogério. Economia monetária e financeira. Ed. Campus. Rio de Janeiro, RJ, 2007.

CASTRO, Ana Célia; CARVALHO, Fernando J. Cardim. Progresso técnico e economia. Revista USP, São Paulo, n.76, p.26-33, dezembro/fevereiro 2007-2008.

FURTADO, Cláudio V. (org.). Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital. São Paulo, FGV, 2008.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The venture capital revolution. Journal of Economic Perspectives, v.15, n.2, pp.145-168, 2001.

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

KAMEYAMA, Ruy. Visão geral das atividades de private equity. Monografia, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC. Rio de Janeiro, RJ. 2001.

MAGALHÃES, Juliano Machado de; DAUDT, Cláudio Gustavo; PHONLOR, Patrícia Ross. Vantagens proporcionadas às pequenas e médias empresas por meio da união em redes de cooperação no contexto do *Venture Capital*. RAC, Curitiba, v. 13, n.4, art. 4, PP 583-603, Out./Dez. 2009

MEIRELLES, Jorge Luís Faria; JÚNIOR, Tabajara Pimenta; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. Venture Capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. Gestão & Produção, São Carlos, v.15, n.1, p.11-21, jan.-abr.2008.

NATIONAL Venture Capital Association. Yearbook 2011. New York, NY, 2011.

RAMALHO, Natalia Leite. O papel do private equity no crescimento econômico do Brasil. FGV, Rio de Janeiro, 2010.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. O modelo brasileiro de private equity e venture capital.

Universidade de São Paulo, São Paulo, SP. 2005.

SHUMPETER, Joseph Alois. Teoria do desenvolvimento Econômico: Uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. Coleção Os Economistas. Editora Nova Cultural Ltda. São Paulo, SP. 1997.

SCHUMPETER, Joseph Alois. Capitalismo, Socialismo e Democracia. Ed. Fundo de Cultura. Rio de Janeiro, RJ.1961.

SITE:

www.finep.gov.br – acessado em 20/02/2011

<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=527576> – acessado em 13/03/2011

http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp - acessado em 13/03/2011