

***Venture Capital* no Brasil: práticas e alternativas para capitalização de novos negócios — um estudo indiciário.**

Autoria: José Francisco de Carvalho Rezende, Antonio Roberto Ramos Nogueira

Resumo

O artigo apresenta referencial teórico voltado para a discussão do estágio organizacional dos operadores e da evolução das operações de *Venture Capital* (VC) no mercado brasileiro, apoiando-se na ótica de *Value Cluster Analysis* — utilizada para destacar o caráter das *networks* negociais como um dos fundamentos da nova economia.

São encadeados e discutidos os resultados de entrevistas em profundidade junto a três operadores de VC, assim como o papel exercido pelos órgãos governamentais na regulamentação, na supervisão e nos aportes financeiros propriamente ditos.

A constatação é de que, apesar do aparente estágio embrionário e do importante papel que pode vir a ser exercido pelos *venture capitalists*, o mercado brasileiro guarda desafios equivalentes ao mercado europeu de VC — principalmente no que tange às questões culturais e legais.

Introdução

Aparentemente um dos pilares do que deveria ser uma economia moderna, a atividade de *Venture Capital* (VC) permanece como enigma para grande parte dos *players* do mercado brasileiro.

Ao considerar a necessidade de aprimoramento tecnológico e da base instalada de empresas emergentes, verifica-se que uma maior divulgação das alternativas — instituições, práticas e experiências, entre outras — oportunizaria a interação entre empreendedores e *venture capitalists*.

No cenário brasileiro, a escassez de crédito — associada a percepções de risco elevado — torna fundamental o crescimento da atividade de VC como mecanismo de promoção da inovação e da ampliação da participação relativa das empresas de pequeno e médio porte no PIB.

Assim, é importante realçar as iniciativas hoje desenvolvidas pela FINEPⁱ e pela ABCRⁱⁱ no sentido de incentivar tanto o empreendedorismo quanto a participação de investidores por meio do capital de risco em empreendimentos e projetos emergentes.

Vale dizer que, do ponto de vista jurídico-normativo a Comissão de Valores Mobiliários CVM vem buscando sucessivos aprimoramentos nos mecanismos de regulação dos fundos que captam recursos para *Venture Capital* — instrução CVM Nº 209, de 25 de março de 1994, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM Nº 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02 —, visando assegurar, tanto para empreendedores quanto para investidores, condições de risco e retorno que estimulem a participação de terceiros no capital das empresas emergentes como instrumento de alavancagem de negócios.

Há que ser considerado, como fundamento para a performance dos diversos atores que contracenam com investidores e empreendedores, a sintonia dos mecanismos legais e promocionais com as características de uma economiaⁱⁱⁱ global, rápida, conectada e exigente quanto à geração de valor e de valores — intangíveis.

Ao direcionarem recursos para empreendimentos nascentes ou para projetos de diversificação em empresas já estabelecidas, os *venture capitalists* assumem a oportunidade e a responsabilidade de geração de riqueza a partir da associação inteligente entre capital econômico e capital intelectual.

Num ambiente global e hiper-competitivo, a disseminação e a materialização da atividade de *Venture Capital* oportunizaria um maior leque de possibilidades para ajuste fino da matriz de

tecnologias de carácter estratégico para o País, oferecendo — tanto para operadores de tecnologias já maduras quanto para desenvolvedores de novas tecnologias — um pano de fundo comum para o inevitável compartilhamento de riscos e sucessos.

Os dois *players* do “jogo” antevisto por Day & Schoemaker (2000) — estabelecidos e entrantes — passariam a assumir uma dinâmica em que competição e cooperação estão entrelaçadas e alternadas nas *networks* de valor — clientes & fornecedores, rivais & associados etc. — que geram uma abordagem “coopetitiva” de prospecção e de relacionamento negocial.

A questão, portanto, não passaria pela busca de posições voltadas a garantir ou ameaçar o *status quo*, porém pela complementaridade entre as competências que facultariam operar as antigas e as novas tecnologias segundo uma cesta balanceada de padrões de desempenho — *scorecards* — muito pouco assemelhada às regras até aqui vistas como parametrizadoras de sucesso (Doz & Hamel, 1998).

Mesmo considerando a provável relevância da atividade de VC, é importante levar em conta que, no caso brasileiro, o maior amadurecimento do mercado bursátil e a melhor capacitação do empreendedor representam condições necessárias para a sedimentação e para a ampliação dos recursos disponíveis para investimentos baseados em capital de risco.

Os indícios e as referências a seguir apresentados estão organizados segundo adaptação da lógica de *Value Cluster Analysis VCA* (Cartwright & Oliver, 2000). O objetivo de tal esquema para encadeamento de idéias, suposições e constatações visa a facilitar a navegação do leitor pelos diversos itens que encompassam as atividades de VC, tanto do ponto de vista das instituições investidoras quanto do impacto para as organizações que recebem recursos.

Ainda que seja patente a complexidade do contexto de valor que abrange operações de VC, não pertence ao escopo deste trabalho a busca de elementos que identifiquem com maior precisão o relacionamento dos *venture capitalists* e das empresas que receberam aporte de capital com os demais atores em cena — outros financiadores, clientes, fornecedores, incubadoras de empresas e demais parcerias.

Seguindo a concepção de Cartwright (2000), adotou-se como organização focal a empresa de *Venture Capital* — desdobrada nos constructos configuração, captação, prospecção, originação, aplicação, gestão e realização — e como principal parceira a empresa emergente — desdobrada nos constructos desenvolvimento, operação e distribuição:

- a) Configuração: aspectos relativos ao ambiente e ao estabelecimento dos negócios de VC no Brasil;
- b) Captação: aspectos relativos à formação de *funding* (política e procedimentos);
- c) Prospecção: aspectos relativos à cenarização e à identificação de oportunidades;
- d) Originação: aspectos relativos ao acolhimento das propostas de investimento;
- e) Aplicação: aspectos relativos às decisões de investimento (política e procedimentos);
- f) Gestão: aspectos relativos à participação do VC na empresa capitalizada (estratégia e operações);
- g) Realização: aspectos relativos à reversão ou repasse da posição investida;
- h) P & D: aspectos relativos aos enfoques das empresas emergentes voltados para busca e identificação de novas oportunidades de negócio;
- i) Operação: aspectos relativos ao processo produtivo propriamente dito, incluindo suprimento, fabricação e logística de uma maneira geral;
- j) Distribuição: aspectos relativos ao desenvolvimento de clientes, mercados, canais e composto de marketing em geral.

1. A configuração do *Venture Capital* e o Mercado Brasileiro

A essência do *Venture Capital* é a aplicação de recursos em situações em que o empreendedor não disponha do capital ou não esteja disposto a assumir sozinho risco de uma nova iniciativa.

O histórico de tais operações remonta aos anos 30 do século XX, quando era considerado, no mercado norte-americano, um “*hobby*” dos magnatas; a profissionalização da atividade se deu a partir da presença das grandes corporações, dos bancos de investimento e do interesse despertado no mercado bursátil pelas possibilidades de retornos mais altos — face ao risco — em prazos menores — decorrente das curvas de aprendizagem/ciclo de vida dos empreendimentos e tecnologias emergentes.

A atual conjuntura de negócios sinaliza a participação, ainda, de investidores particulares por meio de fundos mútuos — indivíduos ou famílias com volume de patrimônio que justifique a formação de um portfólio —; de empresas de grande porte que operam para fazer frente às necessidades estratégicas de diversificação e de inovação — diretamente ou por meio de agentes —; e de bancos e fundos de investimento — voltados para a rentabilização das carteiras próprias ou administradas.

As duas últimas décadas foram marcadas pela proliferação de investimentos nas áreas afins às tecnologias da comunicação e da informação como consequência da rápida difusão do uso de microcomputadores, da Internet e de componentes de estado sólido em geral. Os efeitos da “bolha” na economia norte-americana — formada basicamente em função de operações com tais negócios — ainda não estão precisamente determinados, tanto do ponto de vista do surgimento quanto do “estouro”.

São esperados, nos próximos anos, focos de investimento abrangendo bio-tecnologia, tecnologia da informação, telecomunicações e engenharia de materiais.

Na economia brasileira, a parceria entre empreendedor e capitalista de risco é um traço cultural difuso. Aliás, a participação de terceiros no capital das empresas aparenta ser uma das últimas alternativas adotadas para dar suporte ao crescimento, questão paradoxal frente ao carregamento do risco do negócio — freqüentemente elevado nos primeiros momentos do ciclo de vida — e à necessidade de profissionalizar procedimentos e relacionamentos.

Em 2000, a ABCR divulgou pesquisa sobre o capital de risco, realizada pela Fundação Getúlio Vargas, com o patrocínio da FINEP. Foram ouvidas 31 instituições, considerados apenas os investimentos em *private equity* e *venture capital*, com destaque para as seguintes informações:

- o montante sob administração das instituições, ou seja, os investimentos realizados ou ainda por realizar, foi estimado em US\$ 3,8 bilhões;
- valor total dos investimentos, em 2000, foi de US\$ 747 milhões;
- a região sudeste concentrou 97,5% dos investimentos realizados em 2000;
- a distribuição de investimentos por setores apresenta como destaques telecomunicações (34%), novas mídias (20%), serviços corporativos (16%) e e-commerce (8%), estando os demais recursos distribuídos para manufatura (5%), publicações/rádio/televisão (4%), serviços financeiros (3%), redes de comunicações e software (1% cada) e outros setores (9%);
- os investimentos dedicados à Internet, foram distribuídos em: portais (26,2%), e-commerce B:B^{iv} (26,2%), serviços para internet (23,9%), e-commerce B:C^v (14,9%) e acesso/infra-estrutura (7,2%);
- o aporte realizado voltou-se para a expansão de empreendimentos já estabelecidos (78%), para empresas emergentes (7%) e para novos empreendimentos (15%);

As tendências apontadas no mesmo estudo consideravam:

- crescimento de 45% no volume de negócios — investimentos — para o segundo semestre de 2000, equivalendo a US\$ 453 milhões;
- prioridade no direcionamento de recursos para novos negócios focando Internet, telecomunicações, tecnologia da informação e logística;
- previsão de atingimento do *break even* em 28% dos investimentos;
- estimativa de desinvestimento em 17% das aplicações realizadas;

É importante destacar, ainda, a pouca presença — e mesmo a não identificação — de “angels” para alavancar os primeiros momentos da empresa nascente brasileira. Tomando como referência o caso do Canadá^{vi}, pode ser percebida como a presença de tais agentes na economia brasileira funcionaria como catalisador do processo de desenvolvimento.

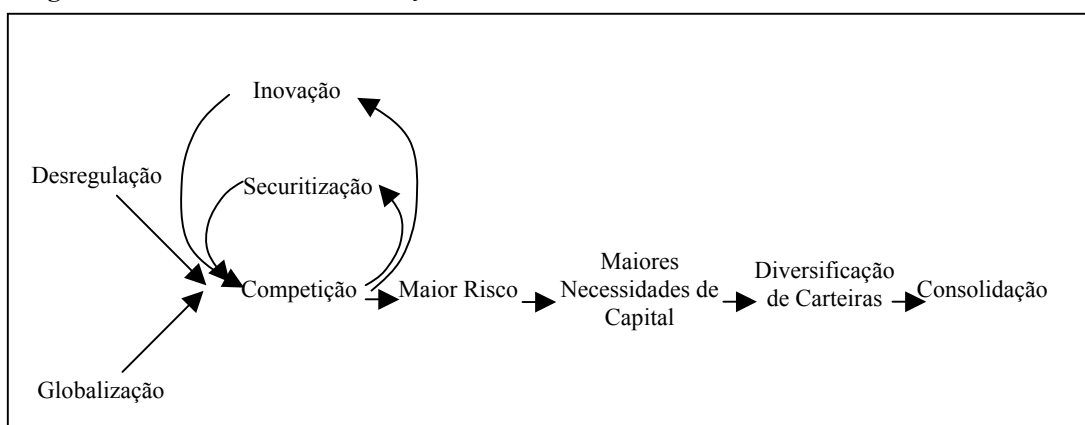
2. Captação

A crescente participação dos fundos institucionais nos mercados bursáteis não é um fenômeno recente. Índícios apontam para o ano de 1945 (Nesheim, 2000) como marco do fluxo negativo de aplicações originadas por indivíduos no mercado norte-americano, com o conseqüente aumento da importância relativa dos investidores institucionais como *market makers*: em 1962 as pessoas físicas detinham 82% do patrimônio negociado e nos dias de hoje menos de 60%.

Atualmente é fundamental considerar o poderio dos fundos de pensão como detentor de parcela significativa do capital das grandes corporações mundiais, fenômeno que vem se repetindo no mercado brasileiro.

Num cenário marcado por forças ambientais cujos efeitos ainda não foram totalmente mapeados pelas instituições financeiras — figura a seguir, Koch, 1995 —, a profissionalização dos times que gerenciam recursos captados vem sendo a única alternativa para garantir fluxos de recursos para fazer frente às necessidades de caixa ou de investimento.

Figura 1 - Vetores de Transformação da Indústria Financeira



A participação dos *venture capitalists* supre as carências naturais às empresas emergentes no que diz respeito à boa gestão financeira: os *trustees*^{vii} buscariam nos *venture capitalists* oportunidades de “fazer dinheiro” a partir de níveis diferenciados de risco, originando — no que toca às empresas e às tecnologias emergentes — recursos para *rounds* de capitalização, para a abertura de capital e, eventualmente, para a transferência de controle acionário. A idéia central é maximizar os retornos sobre os investimentos, no menor lapso de tempo possível e no maior número de anos da duração de um projeto ou empreendimento.

Enquanto no mercado norte-americano o montante aplicado junto a VC para inversão em participações de risco superou 100 bilhões de dólares no ano 2000 — suficiente para fomentar mais de 10.000 novos empreendimentos por ano e influenciar vidas de mais de dez milhões de pessoas (Nesheim, 2000), o mercado brasileiro, conforme descrito anteriormente, apresenta cifras bastante modestas direcionadas para empresas emergentes.

Se, por um lado, a escassez de recursos no mercado brasileiro sinaliza para uma apreciação restrita dos investimentos em capital de risco, por outro, é legítimo supor que o amadurecimento deste estaria condicionado à maior divulgação de operações bem sucedidas,

contribuindo para disseminar tanto o conceito de *Venture Capital* em si, quanto a reputação das instituições operadoras.

É importante notar que, num mercado maduro, os originadores de recursos adotam a postura de “caçadores” de VC, buscando uma plataforma para aplicação de recursos que seja atrativa não apenas em rentabilidade, mas também consiga materializar questões de conformidade em relação ao processo de aplicação e de boa governança das participações.

Em se tratando de um fundo mútuo de participações — com quotas abertas ou restritas —, ou mesmo no caso da aplicação direta de recursos, convém observar quais as cautelas existentes para evitar o conflito de interesses que pode advir das mais diversas situações.

3. Prospecção

Ainda segundo Nesheim (2000), a apreciação dos *venture capitalists* por investimentos em novos empreendimentos ou novas tecnologias deriva:

- da existência de um time de gestão formado;
- da experiência da equipe de gestão;
- da comprovação de sucessos anteriores;
- da maturidade da equipe frente ao desenvolvimento de um negócio emergente;
- do apelo da idéia ou da tecnologia a ser comercializada;
- da viabilidade da idéia em escala operacional;
- da capacidade de expansão do mercado consumidor;
- da vantagem competitiva “revolucionária” inerente à estratégia do empreendimento;
- da estipulação de um preço por ação razoável.

Um fator a ser considerado a respeito da atividade de VC dedicada a novas tecnologias diz respeito a imponderabilidade sobre as aplicações futuras que elas terão. Adner & Levinthal (2000) propõem que — em função da especiação — a revolução devida às tecnologias emergentes é freqüentemente o resultado de mudanças no domínio de aplicações e não de grandes rupturas científicas:

- primeiro uso de uma tecnologia é freqüentemente diferente de sua aplicação principal;
- processo de adaptação da tecnologia ao novo nicho freqüentemente leva a modificações do padrão ou conceito original;
- o novo nicho normalmente dispõe de abundância de recursos que possibilitam um rápido desenvolvimento da tecnologia;
- a tecnologia criada a partir da evolução da espécie é capaz de invadir outros nichos e até mesmo o original;
- mesmo tecnologias amplamente utilizadas foram desenvolvidas focando as necessidades de aplicação em um domínio específico;
- é viável se compete com outras soluções e apresenta vantagens para aplicações específicas;
- os primeiros domínios valorizam as novas funcionalidades e toleram imperfeições enquanto o aperfeiçoamento e a redução de custos permitem o acesso a nichos maiores.

4. Originação

O suporte prestado pelos *venture capitalists* ao empreendedor volta-se tanto para alavancar o crescimento — em função de necessidades adicionais de investimentos operacionais —, quanto para a produtividade — em razão das demandas por processos e recursos mais estáveis e confiáveis à medida que o empreendimento caminha no ciclo de vida.

A partir de empreendimentos em que já houve aplicação de um montante inicial de capital^{viii} — *seed capital* — as instituições que operam em *Venture Capital* são atraídas — por busca voluntária ou estimulada — a ingressarem com recursos basicamente para as necessidades de

giro — *working capital* —, proporcionando condições adequadas ao crescimento do empreendimento.

O aporte de capitais deriva da valoração do empreendimento — *valuation* — levando em conta atributos que vão além dos fatores econômicos propriamente ditos; é importante considerar que — principalmente em se tratando de uma nova tecnologia ou de um novo modelo de negócios — não há regra de bolso para uma avaliação acurada.

A contratação de aporte de capital por meio de VC abrange, por parte do empreendedor interessado:

- estabelecimento dos objetivos que fundamentam a capitalização;
- desenvolvimento de um plano de negócios — *business plan* — para estimular a atenção dos investidores;
- a discussão de alternativas estratégicas — internamente e com os possíveis investidores;
- a divulgação da intenção de obter capital de risco à comunidade de *venture capitalists*;
- a calendarização e a realização de apresentações com base no plano de negócios — *road show*;
- a solicitação de *feedback* das audiências;
- a calibragem do plano de negócios;
- a prestação detalhada de informações;
- a abertura da empresa à inspeção por terceiros — *due diligence*;
- a discussão dos termos contratuais, incluindo, entre outros, níveis de participação e regras de saída.

5. Aplicação

Segundo Tjan (2001), muito dos dados de mercado e da indústria que servem de base para analisar e decidir sobre a construção de portfólios de investimento não estão disponíveis para um economia intensiva em tecnologia da informação: um novo sistema de avaliação deveria substituir os critérios de posicionamento de mercado e de atratividade da indústria por viabilidade do negócio — que captura os dados quantitativos disponíveis sobre os prováveis resultados de um investimento — e por compatibilidade do negócio (*fit*) — que mede, qualitativamente, o grau de ajustamento de um investimento aos processos existentes, potencialidades, e cultura de uma companhia.

A utilização da viabilidade e do *fit* para avaliar iniciativas tecnológicas parece oferecer aos investidores novo entendimento sobre os melhores momentos para aporte de capital ou para realização dos resultados, levando em conta, simultaneamente, as possibilidades de melhoria da eficiência e de inovação.

Dessa forma, seria possível embasar o processo de aplicação em função da identificação de setores prioritários, do estágio da organização a ser capitalizada e de condições específicas que, para promover o alinhamento de interesses, se tornam parte do acordo de acionistas.

As decisões de aplicação parecem estar condicionadas por políticas e pela decisão de algum tipo de estrutura colegiada, buscando, em ambos os casos, melhor embasamento frente aos riscos que estarão sendo assumido pela empresa de VC — setorial, conjuntural, operacional, maturidade, assimilação etc.

Fatores que aparentemente exercem influência significativa sobre as políticas e sobre a decisão de investimento estão ligadas às possibilidades de a empresa emergente vir a ser líder nas soluções por ela oferecidas, no grau de diferenciação e inovação do empreendimento a ser capitalizado, da capacidade e da reputação em P&D, da antevisão de potenciais investidores estratégicos interessados, da criação de barreiras e de *lock in* e da familiaridade com projetos anteriores viabilizados por meio de VC.

O processo de aplicação propriamente dito compreenderia as atividades que vão da assinatura de acordos de confidencialidade até a aprovação interna na empresa de VC, passando pela

realização da *due diligence* e ultimando na assinatura final do ingresso com quotas capital na empresa emergente. Eventualmente, parte de tal processo irá se repetir no caso da necessidade de novos *rounds* de capitalização.

6. Gestão

Anderson (2001) constata, a partir de painel com a participação de especialistas da atividade de VC — realizado pelo MIT^{ix} —, os interesses que gravitam em torno do capital de risco: o que os empreendedores devem buscar em um VC e o que os *venture capitalists* procuram nas *start-ups*.

A entrar em contato com um VC o empreendedor esperaria:

- acesso a uma poderosa rede de comunicação;
- afinidade entre os objetivos do empreendimento e as linhas de investimento do *venture capitalist*;
- experiência operacional;
- estratégia de investimento bem fundamentada;
- recursos disponíveis e arrojo;
- disposição e atitude de colaboração.

Por sua vez, ao ser contatado pelo empreendedor o *venture capitalist* teria as seguintes expectativas:

- uma recomendação prévia de fonte confiável;
- capacidade, preparação e disposição do empreendedor para submeter-se a diversas reuniões, críticas e questionamento;
- uma linha de raciocínio consistente e coerente;
- uma proposta crível, relevante, viável e — se possível — inovadora;
- experiência anterior na discussão de projetos de financiamento;
- existência de boas relações de emprego e trabalho e de uma cultura compartilhada na empresa a ser capitalizada;
- participação na escolha do executivo principal — CEO;
- participação decisiva nas decisões sobre aportes de capital ou de realização do investimento.

Tabela 1 - Questões Frequentes no Relacionamento VC - empresa emergente

É melhor pegar logo o dinheiro ou esperar o sócio certo?	Esperar. O parceiro errado custará mais. Se está correndo atrás de dinheiro, não Terá escolha. Não esperar eternamente.
Onde obter conselhos sobre aspectos obscuros das propostas?	Um advogado. Se não for algo complexo, o VC estará apto a explicar.
O VC deve interferir diretamente na montagem da equipe da <i>start-up</i> ?	Recrutamento é papel do CEO. O VC não adiciona valor, deve ser apenas uma boa fonte de informação
Que parcela de controle operacional o VC assume?	No mínimo 25%.
Como o VC faz o <i>follow-up</i> do plano de negócios	Estimula por meio de ações externas, tentando aumentar a proatividade da companhia.
Até que ponto o VC torna-se dono do negócio?	Depende da negociação. O papel e a importância do fundador no estágio inicial são determinantes.
A <i>start-up</i> deve optar por um investidor estratégico ou um VC?	Ambos, buscando inicialmente o <i>player</i> financeiro. Um investidor estratégico pode trazer clientes e validar o modelo de negócios.

Para ampliação da discussão sobre a atividade de VC no Brasil, a Tabela 1 apresenta, segundo Anderson (2001), questões frequentemente encontradas ao longo do relacionamento entre VC e empresa emergente.

7. Realização

Nesheim (2000) assinala que os retornos para operadores de VC e para seus investidores seriam altos, porém não seriam fáceis.

As fontes mais comuns de receita para uma empresa de *venture capital* estão associadas à administração do patrimônio aplicado — *fees*^x ou *membership*^{xi} —, a prêmios concedidos por desempenho superior ao esperado na carteira administrada e ao exercício do valor acumulado pelos investimentos realizados.

Os retornos alcançados pelos VC, incluindo as possíveis aplicações próprias dos associados nos fundos investidos como capital de risco, vinculam-se diretamente às condições e às salvaguardas contratuais discutidas ao longo do projeto de capitalização e, conseqüentemente, afetam diretamente a rentabilidade obtida pelo empreendedor ou pioneiro no novo negócio.

Estudos citados por Nesheim (2000) dão notícia de taxas anuais médias de retorno para aplicações em capital de risco numa faixa que oscila entre 20 e 35%, evidenciando a atratividade para investimentos afins no mercado norte-americano, mesmo considerados os níveis de mortalidade e de simples atingimento do ponto de equilíbrio de algo em torno de 72% do portfólio.

É fundamental evidenciar que a rentabilidade proporcionada pelas empresas de sucesso que integram a carteira administrada por VC — mais do que compensando aportes frustrados — está fortemente condicionada à alavancagem trazida pelas ofertas públicas iniciais (IPO^{xii}), situação pouco desenvolvida no mercado brasileiro.

Outra questão de destaque, é a associação entre empreendedor, VC e demais investidores na obtenção de retornos a partir da alienação de cotas de capital, situação amplamente regulada pelos contratos de participação e acordos de acionistas.

A potencialização dos resultados da realização das inversões em capital de risco estão ainda condicionadas pela conjuntura à época da alienação e pela capacidade de o VC repercutir perante ao mercado a oportunidade de uma nova alternativa de investimento, sinalizando para a necessidade de associar boas práticas de monitoramento ambiental e de comunicação^{xiii} à gestão financeira eficaz e eficiente das participações.

8. Pesquisa e Desenvolvimento

A avaliação detalhada e o mais precisa possível parece ser o caminho capaz de aproximar um panorama de total incerteza para uma perspectiva de gerenciamento de risco das empresas emergentes: é necessária a persistência na busca e no aprimoramento das soluções oferecidas, ao mesmo tempo em que o crescimento e a atitude do mercado alvo devem ser monitorados de perto.

Day (2000) apresenta dois desafios em relação à determinação da demanda para produtos que ainda não existem e de clientes que ainda não os conhecem: a importância da sintonia entre visão — a partir da percepção de usuários líderes — e ação — correção de rumos a partir da detecção pontos de inflexão na receptividade da nova tecnologia — e da capacidade de resposta da empresa e da concorrência na sedimentação de um novo ramo de negócio.

A experimentação a partir do atendimento às necessidades dos clientes e a promoção da nova tecnologia/negócio parecem ser alternativas que facilitam uma trajetória menos incerta quanto à evolução e à aceitação das soluções ofertadas, sendo possível a criação de um círculo virtuoso no lançamento de novos empreendimentos.

9. Operação

O modelo de negócio de uma empresa emergente com base tecnológica aparenta estar apoiado em algumas questões centrais, a saber:

- a) Gestão do conhecimento sensível.

b) Gestão da cadeia de suprimento/fornecimento.

c) Gestão da conformidade e da qualidade.

Nonaka et ali. (2001) apresentam o modelo SECI — *socialisation, externalisation, combination, internalisation* — como ferramenta de gestão aplicável a situações em que o conhecimento representa o eixo de criação de riqueza, característica que aparenta ser o cerne de uma empresa emergente.

Segundo tais autores, a originação de conhecimento estaria impulsionada por um contexto comum envolvendo indivíduos — *Ba* —, organização e os diversos agentes da cadeia de suprimento e fornecimento, sendo que a realização do valor do conhecimento estaria ligada à adoção de um conjunto de práticas voltadas para continuamente mensurar e gerenciar os ativos do conhecimento:

“... Os três elementos do processo de criação de conhecimento devem ser integrados sob liderança visível para que a organização possa criar conhecimento contínua e dinamicamente. O processo de criação de conhecimento precisa tornar-se uma disciplina para os membros da organização, considerando como se pensa e como se age na descoberta, na definição e na solução de problemas...”

A gestão da cadeia de suprimento/fornecimento da empresa emergente pode ter grande relevância em relação às possibilidades de sucesso do novo empreendimento, cabendo ajustes para torná-la flexível e integrada de maneira a permitir a implementação de posicionamento orientado para o *lock-in* sistêmico (Hax & Wilde, 1999) e para práticas que levem em consideração movimentação, postura equilibrada e alavancagem nas fraquezas dos competidores no momento de enfrentar concorrentes estabelecidos que têm tamanho, força e história a favor deles (Yoffie & Kwak, 2001).

Quanto à gestão da conformidade e da qualidade, seria quase dispensável registrar a importância da previsibilidade do *output* para o novo empreendimento, seja ele de base tecnológica ou não, uma vez que as chances de atingimento de um mínimo de reputação, de credibilidade e de produtividade seriam bastante reduzidas caso não seja possível mensurar para onde o processo produtivo está convergindo.

No entanto, a questão paradoxal da qualidade e da conformidade em empresas emergentes está associada à necessidade de explorar criativamente as capacidades e os recursos para não fixar um compromisso indissolúvel com um arranjo em determinado que, num momento seguinte, se revele um padrão de difícil aceitação.

10. Comercialização

A apreciação e a atenção que um *venture capitalist* tem para com os projetos de investimento submetidos — mesmo após a decisão de aporte — parece ser fortemente influenciada pelas possibilidades de distribuição dos produtos e serviços ofertados pelo novo empreendimento ou nova tecnologia.

As possibilidades de sucesso, portanto, vinculam-se à inserção numa cadeia produtiva ou num *cluster*, ampliando a importância estratégica da participação do empreendimento em *networks* e da formação de alianças como mecanismo para garantir condições mínimas de atratividade e de participação de mercado para os produtos e serviços.

Shapiro & Varian (1999) citam como questões e elementos relevantes para a modelagem de processos de comercialização nos negócios fundamentados em tecnologias da comunicação e da informação:

- o acompanhamento intensivo da parcela de mercado detida e potencial, como sinalizador do sucesso ou fracasso do empreendimento ou da nova tecnologia — a apreciação pelo produto seria diretamente proporcional ao *market share* —;
- o sucesso, domínio e a criação de barreiras em um mercado dependeriam do alcance de *market share* significativo;

- consumidores apresentariam forte desejo de selecionar um modelo de negócios ou tecnologia capaz de prevalecer sobre os demais;
- a vinculação a uma *network* negocial seria função da quantidade e da reputação dos participantes prévios, havendo preferência — no caso de *networks* equivalentes — de filiação às de maior tamanho;
- o valor de uma *network* aumentaria em função das novas associações e das novas vinculações com outras redes existentes.

Sobre a nova dinâmica de negócios, os mesmos autores apontam para um cenário dual em que competição e cooperação estão entrelaçadas em práticas “coopetitivas” que atuam, no tocante às possíveis abordagens de gestão, como combustível — feedback positivo — para as *networks*:

- a) Jogo de desempenho: lançamento de uma nova tecnologia incompatível com o mercado atual, havendo, por parte do novo empreendimento, controle proprietário da solução.
- b) Controle da migração: disponibilização de uma solução nova compatível e aprimorada em relação a atualmente em uso, mantidas as barreiras de propriedade do padrão.
- c) Migração aberta: oferta de um produto que exige poucos custos de troca em relação ao padrão vigente por meio de um grande número de fornecedores.
- d) Descontinuidade: ruptura do padrão de comercialização instalado em função das características da nova solução que a tornam incompatível com o padrão vigente, sem haver barreira ao suprimento por diversos fornecedores.

As novas abordagens vencedoras passariam pela exploração do potencial de um mercado em rede, do gerenciamento permanente das parcerias, da possibilidade de estabelecimento de travamentos ao longo das etapas de criação de valor — *lock in* —, pela conquista antecipada de uma posição dominante em relação a um padrão adotado e pela capacidade de conquistar reputação tanto entre os empreendimentos já estabelecidos quanto junto aos emergentes.

11. Apontamentos sobre a atividade de VC no Brasil

Durante os meses de junho e julho de 2002 foram realizadas 3 entrevistas com operadores de *Venture Capital* no mercado brasileiro; as organizações foram contatadas em função de critério de conveniência — com base na reputação e na localização — estando situadas na praça do Rio de Janeiro.

As observações foram coletadas a partir de roteiro semi-estruturado, com vistas a possibilitar a consolidação de respostas. Não houve a intenção de realizar análise comparativa entre as filosofias e práticas das organizações, bastando o propósito de mapear preliminarmente o mercado brasileiro de VC e possíveis orientações específicas para aplicações em negócios afins à tecnologia da informação.

As entrevistas foram transcritas, sendo o conteúdo agregado com base em “*clusters* de valor” inferidos para a atividade de VC.

A empresa “A” está sediada no Rio de Janeiro e foi criada em 1993 como um pequeno fundo de investimento voltado para a participação minoritária empresas abertas — porte médio, menor liquidez, consideradas 2ª ou 3ª linha — listadas em bolsa de valores. Com o crescimento das operações, a competência em análise fundamentalista e o conhecimento do mercado levaram à criação de uma área específica para ingresso dos investimentos a partir de capital de risco em empresas com grande potencial de crescimento em 1999. A empresa iniciou suas operações administrando um patrimônio aproximado de US\$ 5 milhões e hoje opera ativos totais superiores a US\$ 300 milhões. De uma forma geral, os recursos administrados chegaram a atingir retornos de 30% ao ano acima do IGP-DI^{xiv}. O *modus operandi* está embasado num sistema de *partnership* em que os operadores participam dos resultados ou ainda como quotistas dos fundos de investimento. A venda de quotas dos fundos de investimento é realizada pela própria empresa — *end-to-end* —, atingindo um mercado de

particulares, empresas, bancos de investimento e fundos de pensão. O entrevistado é o atual responsável pela área de VC, estando na empresa de 2000, economista com experiência anterior como sócio de um banco de investimento na área de estudos e avaliação de empresas. A empresa “B” é um banco de investimentos sediado no Rio de Janeiro com forte presença no mercado de capitais. Atua, desde a fundação em 1984, em regime de *partnership* — hoje com 30 sócios e 320 funcionários — e, já algum tempo, identificou a potencialidade dos investimentos de longo prazo e das participações de risco, tornando-se um *player* ativo tanto para recursos próprios quanto de terceiros. Opera fundos de investimento voltados para empresas emergentes e a partir de grupos de profissionais específicos dedicados a esta atividade. O fundo de ciência e tecnologia foi pioneiro no mercado e conta com recursos de investidores estrangeiros, investidores institucionais e grupos nacionais. Atualmente o fundo destina recursos para 4 empreendimentos, estando previsto o ingresso em mais 4 empresas até agosto/setembro. O entrevistado é responsável pela prospecção de negócios, análise da carteira e acompanhamento dos investimentos em VC.

A empresa “C” nasceu das operações latino-americanas de um grupo internacional com forte experiência no mercado de capitais e conhecimento prévio de economias emergentes. Foi criada em 2000 a partir da transferência de ativos inicialmente registrados na empresa “mãe” e está dedicada a investimentos de risco com ênfase em empresas de base tecnológica. De janeiro de 2000 até julho de 2002 aportou capital para 13 projetos — aplicação direta de recursos; não opera fundos de investimento —, havendo realizado 3 participações com índices elevados de rentabilidade; não houve *default* em nenhum dos investimentos realizados. O entrevistado é vice-presidente encarregado pelas áreas financeira e administrativa, participando ativamente do processo de *due diligence* em novas empresas; anteriormente atuou por 16 anos em auditoria externa e possui formação em contabilidade com pós-graduação em finanças.

O modelo de referência adotado para consolidar as entrevistas segue a proposta de Cartwright & Oliver (2000) sobre a não aderência das óticas da cadeia e do sistema de valor para fazer frente aos padrões que caracterizam sucesso na nova economia. A linearidade, o *approach* voltado para a manufatura e a pouca importância dada às alianças estratégicas e as relações de complementaridade não permitiriam a real identificação e avaliação do potencial de um empreendimento numa economia rápida, conectada e intangível.

Segundo tal enfoque, o melhor equacionamento do valor originado derivaria da representação integrada dos aglomerados de *cappabilities*^{xv} que embasam — do ponto de vista de um modelo de negócios — tanto o processo de criação de conhecimento na organização quanto o processo produtivo propriamente dito.

Tabela 2 - Atores Presentes no Contexto de Valor de Cartwright

<i>Venture Capitalist</i>	Organização estudada, desdobrada em focos de agregação de valor
Empresa Emergente	Organização de referenciamento, objetivo das atividades de VC, desdobrada com base nos atributos de um negócio
Consumidores	Organizações ou indivíduos que fazem uso direto ou indireto dos serviços prestados
Complementares	Organizações que prestam suporte aos processos do negócio
Fornecedores	Organizações supridoras de matéria-prima ou conhecimento relevante para as operações
Competidores	Organizações com postura refratária à cooperação ou nitidamente concorrentes em recursos ou clientes

O conteúdo das entrevistas — conforme esquema previamente exposto na introdução deste trabalho — foi propositalmente limitado a dois dos seis atores previstos por Cartwright & Oliver (organização e principal aliado; os demais seriam clientes, serviços complementares, fornecedores e concorrentes), porém são patentes as demais interveniências em função da atuação das empresas de VC como pivôs de integração de valor.

As características da atividade de *Venture Capital*, suas relações multifacetadas com outras instituições financeiras, com *pools* de fornecedores e de clientes e com centros de pesquisa, universidades e incubadoras aparentemente traz para este tipo de organização um caráter típico de integrador de valor, principalmente ao levar-se em conta a questão do risco.

As questões associadas às empresas emergentes foram também estudadas também sob a óptica de aglomerados de valor, ressaltada a afinidade com o modelo de Abell (1980) para conceituação de um negócio: P&D – Produto, Operação – Tecnologia e Distribuição – Mercado.

A consolidação das informações obtidas procurou obedecer a três variáveis — camadas de significado —: modelo mental & atitude, mecanismos & processos e práticas & ações. O conteúdo foi tratado a partir de filtragem realizada diretamente no editor de textos e com posterior planilhamento para estabelecimento de bandeiras de cruzamento e classificação dos dados por constructo, variável e respondente.

12. Discussão

O Guia Endeavour de fundos para *Venture Capital* no Brasil registra, em fevereiro de 2002, a presença de 36 organizações registradas junto à CVM. As informações obtidas das empresas “A”, “B” e “C” parecem enfatizar o estágio do mercado de VC concentrado na praça do Rio de Janeiro, estando o comportamento concorrencial voltado para a diluição do risco.

Em decorrência da novidade sobre o mercado de VC, as opiniões aparentam convergir para a maior necessidade de qualificação para a realização de operações, tanto de investidores quanto de empreendedores. O papel reservado aos analistas é de atividade especializada, feita “artesanalmente”, sob medida e em pequeno grupo, típica da economia intensiva em conhecimento. A informalidade desponta como motor das negociações iniciais, até o ponto da decisão de aporte, a partir do qual a familiaridade do empreendedor com aspectos legais passa a ser bastante apreciada pelos VC.

O empreendedor bem avaliado é aquele capaz de “pensar grande”, de absorver novos conhecimentos — mesmo sobre assuntos com que, a princípio, não tenham identificação —, de identificar o que é de fato relevante e, sobretudo, de liderar. A familiaridade com o negócio — ser nativo — e a integridade são fatores decisivos para a obtenção de recursos.

No tocante ao desenvolvimento das operações de VC e de um panorama de futuro, alguns fatos sinalizam a importância de um *drive* de longo prazo na condução das operações, apesar dos percalços conjunturais vivenciados com o estouro da bolha da economia norte-americana.

Os recursos obtidos pelos operadores de VC parecem ter origem e finalidades diferenciadas, porém, basicamente, buscam alcançar taxas de retorno que não são verificadas com ativos tradicionais. A característica de mercado de atacado faz com que os investidores tenham poder de decisão diferenciado em função dos volumes.

A preocupação com a especialização e com a busca de recursos parece vir a reboque da escassez de crédito e de recursos no mercado brasileiro: o aporte em segundo *round* é visto como de difícil realização, levando a capitalizações iniciais mais encorpadas.

Uma vez que a mortalidade de empresas emergentes seria um componente esperado nas operações, o segredo do sucesso dos operadores de VC parece estar atrelado à seleção de oportunidades com base em políticas pré-definidas, no estudo setorial permanente e na identificação de algum tipo de ineficiência de mercado que possa ser convertida em vantagem competitiva.

Os procedimentos de busca de novos negócios abrangeria, simultaneamente, o emprego de técnicas complexas de análise prospectiva e mecanismos tradicionais de visitas consultas e inspeções.

A dinâmica do mercado, fatores internos e racional econômico também parecem interferir no apetite com que o VC se movimenta para encontrar focos de investimento.

Embora não haja, a partir das observações realizadas, um tempo padrão para realização dos investimentos, parece existir um prazo fatal — próximo a 7 anos — que determina a permanência do VC como integrante de um projeto. Nessa ocasião, as possibilidades de reaver os capitais investidos e o retorno decorrente está condicionada pela existência de investidores estratégicos, pela ampliação do volume do nicho inicialmente ocupado em um mercado de fato e pelo interesse e capacidade de recompra do empreendedor.

As dificuldades inerentes à abertura de capital por meio das ofertas públicas no mercado brasileiro seriam contornáveis pela estruturação do empreendimento a partir de uma empresa controladora *off shore* situada no mercado norte-americano, ampliando o retorno potencial — é importante ter em mente que os fundos para empresas emergentes não estão autorizados a capitalizar empresas com sede fora do Brasil.

As operações de VC parecem estar situadas numa fronteira múltipla entre retorno & risco, sucesso & fracasso, direitos & deveres, compromissos & obrigações etc., questões que endossam, de certa maneira, uma relação simbiótica entre empreendedor e *venture capitalist* — segundo um dos VC entrevistados, “nosso talento é conseguir entender e investir em coisas que são muito diferentes e difíceis de serem mensuradas”.

O travamento de posições, a impossibilidade de saída antecipada do pioneiro do negócio — exercício da posição acionária —, a preferência pela não distribuição de dividendos — visando ao crescimento da empresa — e o direito de liquidação, podem ser encarados, sob o ângulo de cada observador, como mutualismo ou helotismo.

A questão da inovação e da manutenção da tecnologia em um patamar competitivo — principalmente no que toca às TCIs^{xvi} — seria um fator chave para o sucesso da empresa emergente e para a possibilidade de realização de bons resultados no investimento.

Para tanto, os VC teriam preferência por vertentes mais adaptadas às necessidades locais, evitando o confronto direto com os *players* globais, de forma a alcançar posicionamento no mercado a partir de ineficiências estruturais ou conjunturais passíveis de transformação em vantagens competitivas sustentáveis, e, conseqüentemente, em crescimento.

Com respeito à atuação do empreendedor, fica aparente a preocupação com a distinção feita pelos VC — baseada na racionalidade, na motivação, no preparo e na atuação do fundador do negócio—, caracterizando os perfis “empreendedorismo de subsistência” e “empreendedorismo de oportunidade”.

A capacidade de estar perto do mercado para possibilitar boas condições de busca de clientes, comercialização, atendimento, customização e manutenção seriam destaques importantes na avaliação de empreendimentos candidatos à uma operação envolvendo capital de risco — principalmente para as TCI —, caracterizando premissa de associação (“motor”) entre volume de vendas e taxa de crescimento do negócio.

Conforme, respectivamente, proposições de Birley e de Jack & Anderson apud Dodd (2002), os modelos mentais inerentes ao empreendedorismo são contrastáveis em função do ambiente e metaforicamente associáveis ao comportamento organizacional:

“although the network developed by each entrepreneur is de facto unique to that individual, it is reasonable to hypothesize that “proprietors in different countries may exhibit different networking styles”; e “since networks are recognized to be embedded in local relations, it is therefore likely that a degree of variance will be found in their nature and processes across cultural boundaries”.

Vermeulen (2000), estudando o mercado europeu e o comparando com o norte-americano, identificou padrões e questões que guardam alguma semelhança com os indícios sobre o mercado brasileiro de VC. Parecem ser aspectos extremamente relevantes:

- a influência das formas legais na qualidade dos contratos de *venture capital* para o sucesso da indústria de capital de risco;
- a necessidade de um formato jurídico exclusivo para empresas emergentes;
- o aprimoramento e valorização da mentalidade empreendedora e da aceitação ao risco;
- a existência de obstáculos de regulação que limitam investimentos nos estágios iniciais;
- a falta de uma estrutura institucional que encoraje os *venture capitalists* a investir em *start-ups* e estimule o suprimento estável de recursos para empreendedores;
- a demanda por mecanismos legais para a superação de conflitos de interesse;
- a busca por arquiteturas simultâneas de governança e de serviços de valor agregado mais efetivas;
- a revisão da postura do empreendedor no tocante à super-estimação de possibilidades de sucesso, à assimetria de informações e às expectativas de controle do negócio;
- a flexibilização das leis e procedimentos ligados ao contrato de trabalho;
- o desenvolvimento do mercado bursátil — tanto primário, quanto secundário;
- a revisão do processo de abertura de empresas para permitir um menor consumo inicial de tempo e capital;
- o reordenamento legal da propriedade intelectual.

É, portanto, possível esperar algum encadeamento entre modelo mental, mecanismos^{xvii} e práticas no mercado brasileiro de VC, questão que poderia ser testada para melhor entendimento daquilo que poderia ser considerado como estágio embrionário de uma nova vertente da indústria financeira.

Vale observar que a CVM vem praticando ajustes sucessivos nos regulamentos e na supervisão — em última análise, parametrizadores das operações de VC no mercado brasileiro — aparentemente sem levar em consideração estudos empíricos sobre a matéria^{xviii}. As evidências registradas em estudos sobre o mercado brasileiro estariam mais voltadas para as operações realizadas com o suporte estatal — BNDES, FINEP, etc. — do que propriamente considerando uma arquitetura de indústria nascente ancorada na riqueza e na assunção de risco pelo setor privado. Demais estudos transcrevem condições do mercado norte-americano e definições gerais de caráter institucional, operacional e normativo sobre a atividade de VC. Mesmo com todas as restrições, impropriedades, necessidades de aprimoramento e cultura de VC ainda por ser desenvolvida, o Brasil desponta como quarto país do mundo em número de incubadoras — ambientes de desenvolvimento de produtos e processos tecnológicos para o mercado^{xix}.

Ponderadas as questões posteriores ao recente colapso do mercado de capitais norte-americano, o apelo, o estágio e a história — com registro de volatilidade inferior à de uma carteira hipotética global de renda fixa e rentabilidade média superior a 16%^{xx} — podem auxiliar na concepção de uma dinâmica de risco e retorno apropriada ao modelo brasileiro, considerada a expressividade e a atratividade das operações VC — tendo em mente que certamente o País deve procurar vestir um figurino apropriado às condições locais.

A questão subjacente é a oportunização de melhor mapeamento dos vetores sócio-econômicos — impactos na geração de renda e trabalho, por exemplo —, organizacionais — formatos, configurações, mecanismos etc. — e tecnológicos — inovação, propriedade intelectual e competitividade, entre outros — para transformar o potencial de um empreendedorismo que aparenta ser amador na mola mestra da retomada do crescimento da economia brasileira.

Conclusão

O mercado brasileiro para transações de VC é uma questão ainda por se realizar, apesar das necessidades estruturais da economia e da propensão dos operadores em assumirem postura proativa em praticamente todas as etapas em que é possível ampliar o valor — riqueza — associado aos investimentos fundamentados em capital de risco — *private equity* e *venture capital*.

A história e a cultura parecem ser fatores importantes quando consideradas as questões de aceitação ou de aversão ao risco, influenciando modelos mentais, mecanismos e práticas assumidos pelos diversos agentes que participam de um *cluster* de valor.

Estudos empíricos voltados para a melhor determinação das atividades que se aglomeram para gerar riqueza na vertente de capital de risco da indústria financeira do mercado brasileiro, assim como para medir a influência e as relações entre modelos mentais, mecanismos e práticas, serviriam para embasar uma trajetória menos dependente do estado e, ao mesmo tempo, um contexto mais compartilhado entre os agentes.

Os indícios principais remetem para uma atuação semi-orquestrada dos operadores de VC no Brasil visando à diluição do risco e para o emprego de uma sistemática de avaliação de projetos a partir da uso simultâneo de técnicas de *valuation* e de sinalizações de mercado sobre a reputação da equipe por trás de um empreendimento. A presença marcante do Estado nas operações de aporte de capital de risco denotaria um padrão negocial ainda embrionário.

Aparentemente há um fino e sutil equilíbrio de forças: de um lado as aspirações do VC de apoiar o empreendedor e o crescimento da economia; do outro as necessidades de prestar conta aos aplicadores e exercer direitos do acordo de acionistas. O amadurecimento e o crescimento da atividade de *Venture Capital* parece gravitar em torno de uma única equação: como evitar que tal equilíbrio se transforme em dilema.

Referências Bibliográficas

- ABELL, D. *Definição do negócio como ponto de partida do planejamento estratégico*. São Paulo, Atlas, 1980.
- ADNER, R.; LEVINTHAL, D.A. Technological specification and the path of emerging technologies. Cap. 3, p. 53-74. In: *Wharton on managing emerging technologies*. New York, John Wiley, 2000.
- ANDERSON, H. Not all vcs are created equal. *Sloan Management Review*, v. 42, n. 4, p. 88-92. Summer, 2001.
- BUNGE, M. *The sociology-philosophy connection*. New Brunswick, N.J. ; London : Transaction Publishers, 1999.
- CARTWRIGHT, S.D. & OLIVER, R.W. Untangling the value web. *Journal of business strategy*, jan/feb. 2000, p. 22-7.
- COCHRANE, J. H The Risk and Return of Venture Capital. National Bureau of Economic Research. Working Paper 8066. Cambridge, www.nber.org/papers/w8066, 2001.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS Instrução CVM Nº 209, de 25 de março de 1994, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM Nº 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02. Governo Brasileiro, www.cvm.gov.br/legislação, 2002.
- DAVIS, S & MEYER, C. *Blur: the speed of change in the connected economy*. Reading, MA, Addison-Wesley, 1998.
- DAY, G.S. Assessing future markets for new technologies. Cap. 6, p. 125-149. In: *Wharton on managing emerging technologies*. New York, John Wiley, 2000.
- _____. & SCHOEMAKER, P.J.H. A different game. Cap. 1, p. 1-23. In: *Wharton on managing emerging technologies*. New York, John Wiley, 2000.
- _____. Avoiding the pitfalls of emerging technologies. Cap. 2, p.24-52. In: *Wharton on managing emerging technologies*. New York, John Wiley, 2000.
- DODD, S. D. Metaphors and meaning: A grounded cultural model of US entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*; New York; Sep 2002.

DOZ, Y.L. & HAMEL, G. *Alliance advantage: the art of creating value through partnering*. Boston, MA. Harvard Business School Press, 1998

FARREL, A. E. Angel Activity in Atlantic Canada: a year 2000 review. Report submitted to Atlantic Canada Opportunities Agency. (?), 200?.

HAX, A.C.; WILDE II, D.L. The delta model: adaptative management for a changing world. *Sloan Management Review*, v. 40, n. 2, p. 11-28. Winter, 1999.

KAMBIL, A.; ESELIUS, E.D. & MONTEIRO, K. Fast venturing: the quick way to start web business. *Sloan Management Review*, v. 41, n. 4, p. 55-67. Summer, 2000.

KOCH, T. *Bank Management*. Orlando, The Dryden Press, 1995.

NESHEIM, J.L. *High tech start-up: the complete handbook for creating successful new high tech companies*. New York, The Free Press, 2000.

NONAKA, I.; TOYAMA, R.; KONNO, N. SECI, Ba and leadership: a unified model of dynamic knowledge creation. *Long range planning*, v.33, n.1, p.5-34. Jan. 2001.

PRAHALAD, C.K. & RAMASWAMY, V. Co-opting customer competence. *Harvard Business Review*, v. 78, n. 1, p. 79-87. jan. 2000

ROBERTS. E.B. & LIU, W.K. Ally or acquire? How technology leaders decide. *Sloan Management Review*, v. 43, n. 1, p. 26-34. Fall, 2001.

SAWHNEY, M. & PARIKH, D. Where the value lives in a networked world. *Harvard Business Review*, v. 79, n. 1, p. 79-86, jan. 2001.

SHAPIRO, C.; VARIAN, H.R. *Information rules*. Boston, MA, Harvard Business School Press, 1999.

SINGER et Al. Asset allocation: the alternatives approach. UBS Asset Management, Quarterly Focus. Chicago, IL, june 2001.

SZULANSKI, G. & AMIN, K. Learning to make strategy: balancing discipline and imagination. *Long range planning*, v.34, n.5, p.537-56. Oct. 2001.

TJAN, A.K. Finally a way to put your internet portfolio in order. *Harvard Business Review*, v. 79, n. 2, p. 76-85. Feb. 2001.

VERMEULEN, E.P.M. Towards a new company structure for high-tech start-ups in Europe. Center for company law, Tilburg, Netherlands. Dec. 2000.

YOFFIE, D.B. & KWAK, M. Mastering strategic movement at palm. *Sloan Management Review*, v. 43, n. 1, p. 55-63. Fall, 2001.

ⁱ Financiadora de Estudos e Projetos, agência de fomento do Ministério de Ciência e Tecnologia (MCT) responsável pela promoção do desenvolvimento tecnológico e da inovação.

ⁱⁱ Associação Brasileira de Capital de Risco.

ⁱⁱⁱ Em essência, uma economia Blur (Davis & Meyer, 1998).

^{iv} Business to Business

^v Business to Consumer

^{vi} Farrel (2000).

^{vii} Atuariam numa faixa entre certificadores e garantidores da riqueza administrada pelos fundos institucionais.

^{viii} Do fundador e, eventualmente, dos “angels”.

^{ix} Massachusetts Institute of Technology.

^x Percentual do patrimônio por unidade de tempo.

^{xi} Montante fixo por unidade de tempo.

^{xii} Initial Public Offering.

^{xiii} Tais atividades podem ser consideradas, respectivamente, como ponto de partida e de chegada de processo de gestão entendido como inteligência competitiva.

^{xiv} Índice Geral de Preços, estimado pela Fundação Getúlio Vargas desde 1945.

^{xv} Value Cluster Analysis.

^{xvi} Tecnologias de Comunicações e de Informação.

^{xvii} O que faz um processo funcionar (Bunge, 1999).

^{xviii} não foram identificados estudos afins

^{xix} Gazeta Mercantil, 20-08-2001

^{xx} Brinson Partners; dados referentes ao período 1969 a 1999. Após o estouro da “bolha” novos estudos questionam a forma de estimação da volatilidade em função dos níveis de abertura das informações sobre o processo de investimento e realização — duração da operação — e demonstram que, retirados vieses, a rentabilidade obtida com transações com VC seriam bem menores e mais arriscadas do anteriormente anunciadas — Cochrane, J. H. (2001) e Singer et al. (2001)