



**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO**  
**CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO**  
**Mestrado em Administração de Empresas**

**CAPITAL DE RISCO PARA PEQUENAS EMPRESAS**  
**EMERGENTES DE BASE TECNOLÓGICA NO BRASIL**  
**Uma avaliação do cenário brasileiro sob a ótica dos**  
**Gestores e Empreendedores**

**Symara Helena Penow Campos**

Dissertação apresentada ao Centro  
Universitário Álvares Penteado da Fundação  
Escola de Comércio Álvares Penteado –  
FECAP, para a obtenção do título de Mestre  
em Administração de Empresas (Área de  
Concentração: Administração Estratégica)

*Orientador: Prof. Dr. José Carlos Barbieri*

2658.1524  
C198c  
Ex.2

U  
d  
658.1524  
C198c  
2002  
Ex.2 BC

N.Cham d 658.1524 C198c 2002  
Autor: Campos, Symara Hele  
Título: Capital de risco para pequenas e



Ex.2 BC U

São Paulo  
2002

x = 42257

ac. 36678

*Ao Criador que transforma todas as  
coisas possíveis na face da Terra*

*À minha família:*

*Meu marido VICENTE, minha filha  
THASSYA HELENA, meu filho HEBER  
HENRIQUE, meu irmão FÁBIO, meus  
TIOS NICOLAU, JOSÉ e OLÍVIA que  
sempre apoiaram os meus estudos e  
souberam compreender minha ausência.*

*Em especial:*

*Ao meu pai PEDRO e à minha Babuska  
HELENA, que de onde estão, olham por  
mim.*

*Acreditar e seguir .....e diante  
Daquele, que é tão grande,  
faz-me forte, embora eu seja  
tão pequenina.*

*Symara/ outubro 2002*

**Agradecimentos:**

*Ao Dr. JOSÉ CARLOS BARBIERI, meu orientador, mestre e grande amigo, pela sua valiosa orientação, motivação e empenho.*

*Ao Prof. Dr. DANIEL AUGUSTO MOREIRA por sua luta permanente na formação de novos Mestres e seu empenho no reconhecimento e qualidade do nosso curso.*

*À professora Dra. CECÍLIA PONTES e Dra. ARILDA SCHMIDT GODOY que nos momentos de nossos créditos sempre se fizeram presentes com suas experiências tão valiosas e motivadoras*

*À professora Dra. EVA STAL pela sua contribuição de grande valia, dando melhor direcionamento a esta pesquisa.*

*Aos professores Dr. DIRCEU SILVA, Dr. JOSÉ LUIS DE CASTRO NETO e Dr. ANÍSIO CÂNDIDO PEREIRA pelo carinho e incentivo em todos os momentos do Curso de Mestrado.*

*À professora Dra. Nanci PEREIRA VASCONCELOS pelos tantos momentos de incentivos recebidos e por sua valiosa obra técnica.*

*À minha amiga GLÁUCIA CRISTIANINI da USP/FADISC de São Carlos pelo seu apoio pessoal e técnico e por sua confiança e amizade..*

*Ao meu amigo ABRAMO BATILLANA por tantas horas de trabalho que, juntos, com seus pensamentos positivos e futuristas, o cansaço era superado.*

*Aos profissionais ÁLVARO GONÇALVES da Stratus Fundos, ARTHUR RIBEIRO, JUÇARA CAMBRAIA e DANTE POZZI da Votorantim Ventures, CLAUDIO PEÇANHA, LUIZ FERNANDO SALÉM, PAULO FERREIRA do Fire Fundos, PAULO COLI da Latina, ERNANI ARAUJO da Anfreixo, MARCELO SAFADI, da Eccelera, pelos tantos momentos que se disponibilizaram, apoio e informações valiosas que puderam compor este trabalho, dentre outros.*

*À NORTEL NETWORKS, pelo investimento e credibilidade depositados em mim durante toda minha vida profissional.*

*Um agradecimento sincero a todos os mestres da FECAP, colegas e funcionários,*

## RESUMO

Este trabalho apresenta os resultados de uma pesquisa sobre capital de risco aplicado em empresas emergentes de base tecnológica no Brasil. Tem sido lugar comum dizer que no Brasil não há incentivos governamentais à geração de capital de risco, sendo este um dos fatores limitantes para o sucesso dessas empresas. Esse argumento continua válido em seus fundamentos, apesar do surgimento de novos atores nessa área recentemente. Porém, sabe-se que, muitos investidores poderiam aplicar seu capital aqui, mas ainda preferem aplicá-lo em empresas emergentes de outros países, aproveitando-se das vantagens criadas pelos mecanismos que aumentam a liquidez e a rentabilidade das suas aplicações, como é o caso da NASDAQ. Esse trabalho analisará estes mecanismos de investimento e de desinvestimento que podem ser adotados, segundo a legislação brasileira, para tornar atrativas as aplicações de risco em empresas emergentes, mesmo considerando que, a instabilidade econômica e a elevada taxa de juros, exijam rentabilidades esperadas em patamares estranhos a qualquer país desenvolvido. A Instrução CVM209/ 94, que criou o Fundo de Empresas Emergentes, será objeto de análise, pois, ela foi especificamente criada para suprir uma lacuna na legislação a respeito desse modo de apoio às empresas. Para isso, será analisado um fundo criado conforme a Instrução, e uma companhia de capital de risco que não se submete a esta Instrução. Pretendemos com isso, verificar quais os pontos que dificultam a captação de recursos para esta modalidade, e como eles devem ser alterados.

## ABSTRACT

This work presents the results of a research on venture capital applied in technological based emergent companies in Brazil. It has been commonplace to say that in Brazil there are practically no governmental incentives to the generation of venture capital, this being one of the limiting factors for the success of these companies. This argument continues valid in its concepts, despite the recent sprouting of new actors in this area. However, one knows that many who could invest here prefer to apply their money on emergent companies in other countries, taking the advantages risen by the mechanisms created to increase the liquidity and the profitability of their applications, as is the case of NASDAQ.

This work will analyze the positive and negative investment mechanisms that can be adopted, according to brazilian legislation, to make the risk applications in emergent companies attractive, even considering that both the economic instability and the high interest tax demand a profitability expected in platforms strange to any developed country.

Instruction CVM 209/94 that created the Emerging Companies Fund will be object of analysis, since it has been specifically created to supply a gap in the legislation as concerns this way to support companies. For that, we will analyze both a fund created according to that Instruction, and also a venture capital company that is not submitted to that Instruction. That will allow us to determine which points make the collection of resources difficult for this modality and how they should be modified.

# SUMÁRIO

<i>DEDICATÓRIA</i> .....	<i>i</i>
<i>AGRADECIMENTOS</i> .....	<i>ii</i>
<i>RESUMO</i> .....	<i>iii</i>
<i>ABSTRACT</i> .....	<i>iv</i>
<i>LISTA DE QUADROS</i> .....	<i>3</i>
<i>APRESENTAÇÃO</i> .....	<i>4</i>
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO .....	5
1.1    Problemas e Objetivos .....	6
1.2    A Pesquisa .....	7
1.3    O Método .....	8
CAPÍTULO 2 - EMPRESAS DE BASE TECNOLÓGICA .....	10
2.1    Tipos de Inovação .....	10
2.2    Pequenas e Médias Empresas .....	11
2.3    Empresas de Base Tecnológica .....	12
CAPÍTULO 3 - CAPITAL DE RISCO E A INOVAÇÃO TECNOLÓGICA .....	14
3.1    Fases de Desenvolvimento do Capital de Risco .....	16
3.2    Algumas Experiências Internacionais .....	18
3.3    A Experiência Brasileira .....	23
3.3.1    Marcos na história .....	24
3.3.2    Iniciativas ao desenvolvimento tecnológico .....	26
CAPÍTULO 4 - FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES .....	34
4.1    Avanços e Retrocessos .....	35
4.2    A Responsabilidade Civil no Investimento em Capital de Risco .....	36
4.3    Governança Corporativa .....	39
4.4    Desinvestimento em Capital de Risco no Brasil .....	42
CAPÍTULO 5 - A METODOLOGIA DE PESQUISA .....	47
5.1    Considerações Sobre a Escolha do Método e Técnica .....	48
5.1.2    Protocolo .....	51
5.1.3    Limitações do Método .....	53
5.2    Limitações na execução do trabalho .....	53
5.3    Roteiro das Entrevistas .....	53
5.4    Análise das Informações .....	57

<i>CAPÍTULO 6 - A PESQUISA SOB A ÓTICA DOS ATORES DO CAPITAL DE RISCO</i>	58
6.1 Organizações de Capital de Risco	59
6.1.1 Tempo exigido para a manutenção dos investimentos	60
6.1.2 Atuação Geográfica de Investimentos	61
6.1.3 Valores Médios de Investimentos	61
6.1.4 Decisões Estratégicas	62
6.1.5 Escolha dos Administradores	62
6.1.6 Critérios de Seleção	63
6.1.7 Proporção do retorno esperado em cada investimento	64
6.1.8 Preferências quanto ao estágio das empresas apoiadas	65
6.1.9 Características gerenciais esperadas de um Empreendedor	67
6.1.10 Características e exigências para se investir em uma empresa	68
6.1.11 Alternativas e prazos de saída/desinvestimentos prováveis	69
6.1.12 Fatores inibidores de investimentos no Brasil	70
6.1.13 Maiores dificuldades para formar novos Fundos	72
6.1.14 Percepção em relação ao risco econômico	73
6.1.15 Percepção da regulamentação pela CVM	74
6.2 Os Empreendedores	75
6.2.1 Os sócios e suas características	77
6.2.2 Critérios de Seleção	77
6.2.3 Forma de Contato	78
6.2.4 Elaboração do plano de negócios	79
6.2.5 Riscos percebidos para o empreendimento	79
6.2.6 Atendimento do produto ao mercado/públicos alvo/liderança	80
6.2.7 Vantagens de associar-se a um Fundo de Investimento/Companhia de Capital de Risco	81
6.2.8 Conclusões Acerca das Informações Obtidas	82
<i>CONSIDERAÇÕES FINAIS</i>	87
<i>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</i>	91
<i>ANEXO A -Instrução Normativa 209/94 (Atualizada)</i>	96

## LISTA DE QUADROS

---

Quadro 3.1	Comparação entre os Investimentos Tradicionais e o Capital de Risco	21
Quadro 3.2	Atividades de Capital de Risco e Private Equity no Mundo	23
Quadro 3.3	Iniciativas da Finep para apoio ao Mercado de Capital de Risco	32
Quadro 4.1	Outras Regulamentações dispostas ao Capital de Risco	36
Quadro 4.2	Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes	45
Quadro 6.1	Setores Prioritários da Votorantim Ventures para Investimentos	60
Quadro 6.2	Empresas apoiadas pelo Fundo Fire	66
Quadro 6.3	Empresas apoiadas pela Votorantim Ventures	67
Quadro 6.4	Comparação entre Fundo Fire e Votorantim Ventures	85
Quadro 6.5	Comparação entre os Empreendedores Latina S/A e Anfreixo S/A	86



## APRESENTAÇÃO

---

As inovações tecnológicas de alto grau de novidade para o mercado costumam ter problemas de financiamento pelos esquemas tradicionais, tanto pelo elevado grau de risco envolvido, quanto pelo tempo de maturação ou de recuperação do capital investido no processo de inovação. Este problema é mais grave quando a empresa inovadora é de pequeno e médio porte, pois como se sabe, para estas empresas, o acesso ao crédito é mais difícil. Em face destes problemas, as inovações de grande vulto do ponto de vista da novidade tecnológica não podem ficar à mercê dos agentes financeiros tradicionais, como bancos comerciais ou outra modalidade de financiamento desenvolvido para atividades de produção e comercialização rotineiras. Para superar essa situação surgiram diversas modalidades de aplicação de capital de risco que são mais apropriadas às inovações tecnológicas importantes em termos de novidades e incertas quanto aos resultados esperados.

O trabalho está dividido da seguinte forma: inicialmente serão apresentados os problemas relativos às inovações tecnológicas, bem como às empresas de base tecnológica, empresas essas que têm nesta inovação a sua essência. A problemática das pequenas e médias empresas de um modo geral, e em particular das empresas de base tecnológica, será discutida do ponto de vista da dificuldade de financiamento para implementar inovação tecnológica de seu interesse. O tema Capital de Risco, que é o assunto central deste trabalho, será apresentado logo a seguir, com ênfase nas modalidades de apoio e no seu *modus operandi*, extraídos da experiência internacional. Será apresentada a experiência brasileira na formação de capital de risco, dando especial atenção à Instrução Normativa CVM 209/94, que criou o Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes. Por fim, será disposta a ótica dos gestores e empreendedores envolvidos no aporte de Capital de Risco nesta recente história brasileira. Este trabalho tem por objetivo tentar entender por que, após quase 10 anos de sua criação, ainda é reduzido o número de Fundos sob a égide desta Instrução. Vale lembrar que esta Instrução foi especificamente criada para atrair capital de risco em apoio às empresas emergentes.

## CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

---

As empresas de um modo geral têm encontrado inúmeras dificuldades para conseguir investimentos em capital de risco no Brasil. Os estudiosos apontam os Estados Unidos como um país de maior quantidade de experiências e com mais de 50 anos de atividade no campo de capital de risco. O problema se agrava quando este investimento está voltado para as pequenas e médias empresas emergentes de base tecnológica. Uma empresa, ainda que minúscula, mas que pertença a um grupo econômico, não terá as mesmas dificuldades de uma pequena e média empresa (PME) independente, pois uma vinculação garante a sua sobrevivência. Justamente são estas empresas independentes as que mais dependem do Capital de Risco, por causa da dificuldade ao acesso às fontes tradicionais. Esta dificuldade aparece nas estatísticas do Estado de São Paulo, segundo o qual a taxa de mortalidade das empresas com um ano de atividade é de 35% no primeiro ano e, em termos acumulados, é de 46% no segundo ano e 56% no terceiro ano. Isto implica dizer que após 3 anos de atividade, em média, apenas 44% das empresas paulistas continuam em atividade, ou seja, mais da metade, 56%, morrem. (SEBRAE, 2001).

Para dar apoio às pequenas e médias empresas foi criada uma diversidade de instrumentos de política pública em praticamente todos os países, estando o Brasil entre eles. Capacitação profissional, créditos subsidiados, anistias fiscais, apoio à inovação, reduções de tarifas, legislação tributária e societária específicas são apenas alguns exemplos do arsenal de incentivos de política pública para apoiar este tipo de empresa, genericamente considerada. Para as empresas emergentes de base tecnológica, o capital de risco tem sido apontado como um dos principais instrumentos de apoio, ao lado de outros como programas articulados com os Institutos de Ensino e Pesquisa, financiamento a fundo perdido para Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), incubadoras, etc.

O crescente aumento no número de incubadoras de micro e pequenas empresas no Brasil estão se transformando na principal ponte de transferência de tecnologia elaborada nos laboratórios de universidades e centros de pesquisa para o mercado de produtos e serviços, por isso que as incubadoras de empresas exercem um papel fundamental para incentivar o empreendedorismo. Embora a aplicação de capital de risco seja algo que se dá preferencialmente na esfera privada, o Poder Público tem contribuído para a sua formação

em diversos países, conforme será mostrado mais adiante. No caso do Brasil, um instrumento importante para fim de capital de risco aplicável à Pequena e Média Empresa Emergente de Base Tecnológica (PMEEs-BT) é a Instrução Normativa CVM 209/94 de 25 de março de 1994. Esta instrução criou o Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEEs), que é uma modalidade de apoio às empresas em termos de capital de risco. Esperava-se, na ocasião da sua criação, que ela seria o grande instrumento indutor do crescimento dessa modalidade de apoio a estas empresas que, por serem pequenas e médias, não dispõem das facilidades das grandes empresas na obtenção de financiamento e, por serem inovadoras por excelência, atuam em situação de grande incerteza. E como se sabe, a incerteza tende a dificultar ainda mais a aplicação de capital de um modo geral. Passados quase 10 anos de sua existência, cerca de uma dúzia de Fundos foram criados segundo suas regras. Assim este trabalho parte da seguinte questão: por que após quase 10 anos de entrada em vigor da Instrução Normativa CVM 209/94 ainda é reduzido o número de Fundos criados sob sua égide?

### **1.1 Problemas e Objetivos**

O objetivo geral deste trabalho é analisar a Instrução Normativa CVM 209/94 como instrumento de formação de capital de risco e como forma de incentivo ao desenvolvimento das PMEEsBT. Como objetivo específico, o trabalho pretende: (1) analisar a problemática das PMEEsBT do ponto de vista da sua captação de recursos para o seu desenvolvimento; (2) apresentar a experiência internacional mais significativa a respeito desse assunto; (3) verificar as principais vantagens e desvantagens que essa Instrução traz para os gestores e as empresas apoiadas; (4) identificar os pontos problemáticos na Instrução 209/94 no sentido de propor modificações que a torne mais efetiva em relação aos objetivos que se propõe, como será mostrado oportunamente.

A Instrução Normativa 209/94 foi criada para alimentar o crescimento da pequena e média empresa emergente, dentre elas as de base tecnológica. Para que se possa obter uma visão dos agentes envolvidos neste trabalho, em relação ao seu *modus operandi*, bem como a identificação dos problemas relacionados com a sua aplicação, foi realizada uma pesquisa em duas fontes de capital de risco: um Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEEs), criado segundo a Instrução CVM 209/94 e uma empresa de capital de risco independente. Ao longo da pesquisa bibliográfica, feita para subsidiar este trabalho, verificou-se uma ausência quase que absoluta de informações sobre FMIEEs criados segundo

esta Instrução, sob a ótica dos seus atores. O que se vê, na maioria dos casos, são trabalhos relacionados com capital de risco genericamente considerados, com grande ênfase na experiência estrangeira. Espera-se que este trabalho traga informações específicas sobre este instrumento de política pública relacionado com o capital de risco e que já tem praticamente 10 anos de existência, mas que ainda é muito pouco conhecido, inclusive pelos que militam nesta área, como ficou claro ao longo da pesquisa realizada.

## 1.2 A Pesquisa

A pesquisa científica tem como propósito descobrir indagações ou questões significativas que são propostas. Segundo Kourganoff citado por Máttar (2002, p.94):

*A pesquisa é o conjunto de investigações, operações e trabalho intelectuais ou práticos que tenham como objetivo a descoberta de novos conhecimentos, a invenção de novas técnicas e a exploração ou a criação de novas “realidades”.*

A prática da investigação considera também que o investigador pode utilizar-se do conhecimento anterior e manipular cuidadosamente os métodos, técnicas e outros procedimentos, a fim de obter resultados pertinentes às suas inquisições. Cada método, cada técnica, cada operação da pesquisa corresponde a uma determinada espécie de atividade.

Moreira (2000, p.2-4) cita dois tipos de pesquisa em Administração de Empresas, de acordo com a estrutura seguida para a coleta de dados: pesquisa experimental e não experimental. Os casos mais encontrados em Administração são as pesquisas não experimentais. Estas por sua vez podem ser quantitativas e qualitativas, conforme a natureza dos dados que suportam as questões de pesquisa. Este é o caso da pesquisa que será relatada neste trabalho. Godoy (1995, p.58) afirma que a pesquisa qualitativa envolve a obtenção de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos interativos pelo contato direto do pesquisador com a situação estudada, procurando compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos, ou seja, dos participantes da situação em estudo. Exatamente a pesquisa que foi realizada, para efeito desta dissertação, visou descrever uma situação segundo a perspectiva dos gestores e empreendedores das iniciativas de capital de risco comentados acima. Trata-se, portanto, de uma pesquisa qualitativa conforme a tipologia de Moreira (2000) apresentada acima.

Vale mencionar que este estudo também é caracterizado como exploratório em face da incipiência de informações sobre os FMIEEs, criados conforme a Instrução da CVM

209/94. Cervo e Bervian (2002, p.69) recomendam este tipo de estudo quando há poucos conhecimentos sobre o problema a ser estudado.

### 1.3 O Método

Segundo Cervo e Bervian (2002, p.25) o método é apenas um meio de acesso; só a inteligência e a reflexão descobrem o que os fatos e os fenômenos realmente são. Estes mesmos autores afirmam que toda investigação nasce de algum problema observado ou sentido. Diante da ausência de informações relativas ao problema deste trabalho, explicitado no início deste capítulo, foi dado início a uma pesquisa de revisão bibliográfica a fim de verificar as soluções que estão sendo adotadas para o financiamento de pequenas e médias empresas de base tecnológica em outros países. Arantes citado por Facchin (2001, p.125) afirma que a pesquisa bibliográfica constitui no ato de ler, selecionar, fichar, organizar e arquivar tópicos de interesse para a pesquisa em pauta. Segundo esta autora, a pesquisa bibliográfica é a base para as demais pesquisas e pode-se dizer que é uma constante na vida de quem se propõe estudar. É o primeiro passo de qualquer tipo de trabalho científico, podendo ser desenvolvida independentemente ou, então, com outras modalidades de pesquisas. Por isso esta investigação contou com textos acadêmicos, informação de periódicos, brochuras dos FMIEEs, materiais distribuídos em congressos da categoria e diversos endereços eletrônicos denominados como *sites*, que são considerados não tendenciosos e estão listados nas referências bibliográficas e fontes consultadas deste trabalho. Para melhor identificar a realidade brasileira e também pela incipiência de informações na área, conforme mencionado acima, o estudo contou com informações coletadas em campo por meio de entrevistas.

Cervo e Bervian (2002, p.46) afirmam que a entrevista se tornou, nos últimos anos, um instrumento do qual se servem constantemente os pesquisadores em ciências sociais e sempre que se tem a necessidade de obter dados que não podem ser encontrados em registros e fontes documentais e podem ser fornecidos por certas pessoas.

Na pesquisa que será relatada no Capítulo 6 foram usadas entrevistas semi-estruturadas, suportadas por um roteiro não rígido, na busca de maiores entendimentos sobre o *modus operandi* e da ótica dos elementos citados anteriormente. No desenvolvimento deste trabalho, as entrevistas tiveram um papel fundamental, pois espelham as mais importantes fontes de informação, o que caracteriza também um estudo de caso. Yin (2001, p.19) afirma que um estudo de caso representa a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo

“como” e “por que”, quando o pesquisador tem pouco controle sobre eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum texto da vida real. Esse é o caso da Instrução Normativa CVM 209/94, pois se trata de um instrumento de política pública voltado para impulsionar o capital de risco aplicável às PMEEs em vigor no Brasil e para o qual não se dispõe de muita informação e muito menos ainda de estudos que se preocupam em avaliá-lo.

Foi escolhido trabalhar com dois gestores de capital de risco, sendo um deles de um Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes vinculado à CVM 209/94 e outro de uma companhia de capital de risco não vinculada a esta regulamentação, ambos destinados às pequenas e médias empresas emergentes de base tecnológica e sediados no Estado de São Paulo e dois empreendedores com a mesma distinção. Estes também foram escolhidos pela pertinência de localização da pesquisadora e de seus pesquisados. A escolha desses atores está ligada à restrição de tempo que se tem ao entrevistar estes tipos de executivos, o que demanda um maior direcionamento da entrevista para se garantir a discussão de todos os pontos de interesse. Mesmo sendo poucos atores, acredita-se que eles possam expressar o que acontece com esta modalidade de apoio às empresas emergentes no Brasil, pois, independentemente da unidade da federação, há um arcabouço jurídico específico único para todos os Fundos, que é a Instrução Normativa 209/94. A inclusão de uma companhia de capital de risco independente objetivou ressaltar as diferenças entre essas duas fontes de capital de risco, de modo a evidenciar as vantagens e desvantagens dos Fundos criados por esta Instrução em relação aos objetivos a que ela se propõe.

Por se tratar de um método de pesquisa baseado em estudo de caso, as conclusões resultantes do trabalho de campo não poderão ser generalizadas pela grande quantidade de elementos contingentes que cada situação específica apresenta. No entanto, será possível identificar, via opinião de atores consultados, os problemas que deram origem àquela pergunta: Por que ainda são poucos os FMIEEs? Dada a incipiência do assunto, o objetivo desta pesquisa foi identificar questões do tipo “como” e “por que” relacionados com a aplicação da Instrução CVM 209. Espera-se que os resultados da pesquisa, segundo o método proposto, esclareçam aspectos muito pouco tratados na literatura e que desta forma ampliem a base de conhecimentos que servirá de orientação para futuros estudos.

## **CAPÍTULO 2 - EMPRESAS DE BASE TECNOLÓGICA**

---

A palavra inovação, que significa introduzir novidades de qualquer tipo, será aqui entendida como inovação tecnológica. Conforme Betz (1994, p.8), a inovação tecnológica é definida usualmente como a invenção, desenvolvimento e introdução no mercado de novos produtos, processos e serviços que incorporam novas tecnologias. A inovação começa como invenção, uma idéia de como fazer alguma coisa. A 3M a define como novas idéias, mais ações ou implementações que resultem melhorias, ganhos ou lucros, conforme mostra Gundling (2000, p.23). Para Souza e Silva (2000, p. 66) *a inovação é vista como incorporação de novo conhecimento a novos processos ou a novos produtos direcionados a novos mercados*. No contexto empresarial as inovações sempre se referem ao binômio tecnologia-mercado, pois tratam-se de fatos tecnológicos e econômicos ao mesmo tempo. Boas idéias e excelência tecnológica não se transformarão em inovações se não atenderem questões mercadológicas (preço, timing, comunicação adequada, sustentação comercial, etc.) e financeiras, tal como a manutenção de um fluxo estável e recursos para suportar as atividades de inovação (pesquisa de mercado, desenvolvimento do produto, engenharia básica, etc).

### **2.1 Tipos de Inovação**

Uma das classificações mais importantes de inovações tem como critério o seu grau de novidade para o mercado. Usando esse critério, Gundling (2000, p.24) classifica as inovações em três tipos. As do Tipo A são radicais ao extremo, extrapolam as necessidades do consumidor e dão origem ao nascimento de indústrias inteiramente novas. As inovações Tipo B também são radicais, mas apenas mudam a base da competição de uma indústria existente. Estas se originam em pesquisas de laboratórios antes de serem confrontadas com as necessidades dos consumidores. As do tipo C são inovações estritamente alinhadas com as necessidades do consumidor, sendo na verdade uma extensão de linha de um produto existente. Outra forma de classificar as inovações pelo grau de novidade é colocar num extremo as inovações que criam um mercado específico para elas, o que vale dizer, criam novos setores econômicos; essa é a inovação do Tipo A, segundo Gundling. No outro extremo têm-se as inovações incrementais em produtos e processos existentes que introduzem novidades de pequena monta geralmente decorrentes do aprendizado em situação

de trabalho. No primeiro caso trata-se de inovações pioneiras que introduzem soluções novas no sentido de que não eram conhecidas ou usadas em termos globais antes que as empresas inovadoras as introduzissem. No meio termo estão as do tipo B. Os sistemas tradicionais de financiamento não são adequados para esses dois últimos tipos de inovações, principalmente quando realizadas por pequenas e médias empresas.

## **2.2 Pequenas e Médias Empresas**

Existem diversos critérios para classificar empresas segundo seu tamanho. Essas classificações têm sido amplamente discutidas, pois elas permitem estabelecer os limites para o enquadramento de empresas para efeito de algum tipo de apoio governamental. Por exemplo, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), usando como critério a receita operacional bruta, estabelece a seguinte classificação (BNDES, 2002):

- **Microempresas:** receita operacional bruta anual ou anualizada até R\$ 1.200 mil (um milhão e duzentos mil reais);
- **Pequenas Empresas:** receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 1.200 mil (um milhão e duzentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais);
- **Médias Empresas:** receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais);
- **Grandes Empresas:** receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais).

Considera-se receita operacional bruta anual como a receita auferida no ano-calendário com o produto da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado nas operações em conta alheia, não incluídas as vendas canceladas e os descontos incondicionais concedidos. O BNDES atualiza os limites apresentados acima periodicamente. De acordo esse critério, as micro, pequenas e médias empresas respondem por cerca de 60% dos empregos gerados e representam cerca de 98% do total de empresas existentes no Brasil (BNDES, 2002).



Já o Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – SEBRAE, (2002) utiliza outro critério quantitativo, o número de empregados, conforme a seguinte classificação:

- **Microempresa:** No comércio e serviços até 9 empregados; na indústria até 19 empregados;
- **Pequeno Porte:** No comércio e serviços de 10 a 49 empregados; na indústria de 20 a 99 empregados;
- **Médio Porte:** No comércio e serviços de 50 a 99 empregados; na indústria de 100 a 499 empregados;
- **Grande Porte:** No comércio e serviços mais de 99 empregados; na indústria mais de 499 empregados.

Consumo de energia elétrica e matérias-primas e valor do ativo são outros critérios quantitativos que podem ser usados para classificar as empresas em termos de tamanho. Todos os critérios quantitativos são pouco esclarecedores quando o objetivo é a captação de recursos, pois uma empresa pequena vinculada a um grupo econômico leva consigo o aval desse grupo e, para efeito de acesso às fontes de financiamento, é como se essa empresa fosse grande. Assim é importante também acrescentar critérios qualitativos tais como: independência ou não da empresa, o seu grau de formalidade e profissionalismo, critérios estes que são levados em conta na hora de solicitar apoio financeiro. Em outras palavras uma empresa, ainda que minúscula, porém que pertença a um grupo econômico, não terá as mesmas dificuldades de uma PME independente, pois irá se beneficiar das facilidades proporcionadas pela sua vinculação a tal grupo.

### 2.3 Empresas de Base Tecnológica

Não há consenso sobre o que vem a ser uma empresa de base tecnológica. Para Bollinger *et al.* (1982, p.2)

*são empresas de pequeno porte onde claramente se identifica o pequeno núcleo de seus fundadores; são totalmente independentes, isto é, não fazem parte ou não são subsidiárias de uma grande empresa; e a motivação básica para a sua criação foi a de explorar uma idéia tecnologicamente inovadora.*

Barbieri (1995, p.6), referindo-se às características apontadas por Bollinger *et al.* (1982), afirma que

*apenas a última está presente em todas as empresas de base tecnológica, pois também é desse tipo qualquer grande empresa que sistematicamente explora inovações intensivas em P&D, tais como as grandes empresas do ramo de eletrônica e de produtos farmacêuticos.*

Ou seja, as empresas de base tecnológica para Barbieri (1995) podem ser de qualquer tamanho e estar ou não vinculadas a grupos econômicos. Quanto à segunda característica, Bollinger *et al.* (1982) reconhecem a dificuldade de definir empresa independente e consideram que pode haver diversos tipos de vínculos ligando novas empresas com outras já estabelecidas.

Neste trabalho, entende-se que qualquer empresa que realize de modo sistemático inovações que introduzem novidades significativas para mercado, como as do tipo A e B, conforme Gundling, podem ser enquadradas como empresas de base tecnológica (EBT). Porém será dada ênfase às pequenas e médias empresas de base tecnológica aqui entendidas como empresas independentes nas quais claramente se identifica o pequeno núcleo de seus fundadores, como colocado por Bollinger *et al.* (1982).

Entende-se, portanto, para efeito deste texto, que as micro, pequenas e médias empresas não se definem apenas pelas suas dimensões quantitativas mensuradas pelo faturamento ou número de funcionários, como é típico das classificações dos órgãos governamentais. Uma PME também se define pelos seus aspectos qualitativos, tais como: independência de qualquer grupo econômico, dificuldade de acesso às fontes de financiamento e baixa formalização dos seus processos administrativos e operacionais. São exatamente as PMEs emergentes independentes que têm problemas de financiamento e que mais dependem do capital de risco, uma vez que o acesso às fontes tradicionais é muito mais difícil para essas empresas, quando não impossível. A expressão *empresa emergente de base tecnológica* indica o tipo de empresa caracterizada acima e a palavra *emergente* permite fazer a ligação com os *Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes* (FMIEE), que serão analisados oportunamente em relação ao capital de risco.

## CAPÍTULO 3 - CAPITAL DE RISCO E A INOVAÇÃO TECNOLÓGICA

---

Diversas são as formas encontradas para definir o termo capital de risco.

Salomon (1989, p.27) designa o termo capital de risco como:

*capital à procura de oportunidades de investimentos de alto risco associadas a ganhos potenciais elevados. Em relação às inovações, ele se apresenta sob a forma de participação na criação de pequenas empresas especializadas em novas idéias ou tecnologias. O capital de risco não se limita a fornecer recursos financeiros à nova empresa, ele consiste também em aporte de competências necessárias ao seu estabelecimento, à concepção de sua estratégia comercial e a sua organização administrativa.*

Gorgulho (1996, p.153) entende que:

*capital de risco (venture capital) é uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas no que tange a garantias (equity ou quasi-equity), em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vistas à sua revenda e à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos. Em outras palavras, é uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco em troca da perspectiva de um alto retorno no futuro.*

Gonçalves (2002)<sup>1</sup> mostra que *Venture Capital* é um termo comumente utilizado para definir o financiamento de novos negócios em transações que envolvam diretamente um grupo empreendedor, detentor de um projeto ou idéia, e um grupo provedor de capital.

Em se tratando de novos negócios, geralmente as PMEs de base tecnológica são atrativas aos investidores de capital de risco, uma vez que oferecem perspectivas de retorno bastante elevadas, embora o capital de risco possa envolver empresas de qualquer tamanho e de qualquer setor industrial. O risco de investimentos em inovações tecnológicas está relacionado com seu grau de novidade, mas quanto maior a novidade, maior a promessa de grandes ganhos. Essa é a razão por que as inovações com elevado grau de novidade,

---

<sup>1</sup> Texto extraído e adaptado por Stratus Investimentos Ltda. do livro *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions* (Jack S. Levin, editora Aspen Law & Business). Disponível em: [http://www.stratusbr.com/BR/venture\\_definicoes.asp](http://www.stratusbr.com/BR/venture_definicoes.asp)

investir em algo ainda não testado no mercado, mas, se der certo, os investidores vão lucrar mais do que em uma aplicação comum oferecida pelas formas tradicionais, tais como: CDB, Fundo DI, ações de empresas maduras e outras. E não é por outra razão que o capital de risco se tornou uma forma típica de financiar as empresas de base tecnológica nos países desenvolvidos. Esta atividade preenche uma faixa da demanda das firmas por financiamentos a longo prazo que não são atendidas suficientemente pelo mercado financeiro convencional.

Battini (1999, p. 36) apresenta diversos entendimentos sobre a expressão capital de risco, tais como:

- um financiamento em fundos próprios, daqueles que suportam os riscos de uma empresa;
- aportes financeiros sem garantias, nem da parte do dono da empresa e nem mesmo da empresa;
- participação de capital ou forma de acesso imediato ou parcial ao capital da empresa;
- participações minoritárias de empresa cujo dono supervisiona a administração, ou também participações majoritárias que obedecem ao nível de financiamento;
- intervenções que permitem a realização de projetos muito ambiciosos em termos de crescimento e rentabilidade.

Para que seja caracterizada uma aplicação de capital de risco é necessário que o investidor assuma o risco do fracasso do investimento. Exatamente o que os investidores tradicionais não fazem, pois estes exigem garantias reais que serão acionadas caso o empreendimento fracasse, ou seja, é o tomador do empréstimo, o empreendedor, que irá arcar com o risco do negócio. O que diferencia o investimento tradicional do capitalista de risco é que o primeiro não assume o risco, mas sim o tomador do financiamento, pois ele estará sempre garantido pelo patrimônio ou qualquer outra forma de garantia dada pelo tomador. Já o capitalista de risco verá o seu recurso perdido de modo irreparável caso o tomador não tenha sucesso em seu empreendimento. Outra diferença é a forma de apoio: o

capital de risco não é empréstimo remunerado a juros, mas uma participação no capital social da empresa apoiada.

O capital de risco é, a rigor, um investimento a longo prazo, de sete a dez anos, geralmente recuperado após o desenvolvimento da empresa. Quando a empresa apoiada alcança um certo estágio de amadurecimento, o capitalista de risco deverá sair do negócio, pois nessa fase os ganhos extraordinários decorrentes da novidade já foram obtidos e começa a sua trajetória descendente. As regras de saída são fundamentais para o capitalista de risco, pois é quando ele finaliza sua participação temporária e libera recursos para novas aplicações de risco. Uma das modalidades de saída dos investidores de risco se dá por meio da primeira emissão pública de ações ordinárias ou outro tipo de oferta de papéis que serão negociados no mercado. As regras de saídas constituem um elemento fundamental das aplicações de capital de risco e das leis que vieram em apoio a elas em face dos impactos que elas geram sobre a liquidez das aplicações. Se o risco é elevado, por definição, é preciso compensar com alta liquidez para poder atrair investidores interessados nessa modalidade.

### 3.1 Fases de Desenvolvimento do Capital de Risco

São várias as fases no desenvolvimento de um negócio, desde sua concepção ou idéia até o estágio em que o empreendimento entra em sua fase de maturidade. De acordo com a *Endeavor*<sup>2</sup>, que tem como objetivo dar suporte ao empreendedorismo aos países em desenvolvimento, os estágios do ciclo de vida de uma empresa e as necessidades de investimentos que os envolvem podem ser resumidos em quatro grandes etapas:

- a primeira trata do capital semente (*seed stage*) que é o momento em que a idéia de um empreendimento está sendo concebida e o empreendedor precisa de capital para começar a pesquisa e desenvolver o modelo do negócio. Geralmente, nesta fase de concepção, os recursos são provenientes do próprio empreendedor, da família ou de amigos mais próximos. Muitos dispõem de carros, ou de algum imóvel para dar início à sua idéia;

---

<sup>2</sup> Uma entidade internacional sem fins lucrativos. Para maiores informações ver site: <http://www.endeavor.org.br/>

- a segunda fase é a implementação da idéia (start up), na qual o empreendedor começa a implementar as operações da empresa. Estas operações oferecem um fator de risco elevado, pois não há um histórico de atividade suficientemente sólido que possa dar suporte a qualquer tomada de decisão. O empreendimento também não passou por algum tipo de comercialização real de seus produtos ou serviços, embora possam ter sido feito testes e outras sondagens que mostrem a possibilidade de vir a ser uma excelente oportunidade de investimento em função de seu potencial;
- a terceira fase trata da expansão e desenvolvimento. Ocorre quando a empresa se encontra com suas operações estabelecidas, porém requer mais capital para poder se expandir. Por isso o aporte financeiro, geralmente, é bem maior do que no estágio anterior e é liberado à medida que as etapas, estabelecidas entre o investidor e o empreendedor, são cumpridas (milestones). Espera-se que nesta fase aconteça um rápido crescimento das receitas e das operações, por isso é comum que a empresa apoiada comece a procurar outros parceiros e outras empresas para serem adquiridas, de modo a acelerar a consolidação de seu negócio. Também é possível que, embora as receitas se apresentem altas nesta fase, a geração de lucros ainda não tenha acontecido em decorrência do montante investido. Dependendo da quantidade de capital necessária para a expansão, o aporte de capital poderá ser formado por Fundos constituídos por vários capitalistas de risco;
- na quarta e última fase há a consolidação e saída dos investidores individuais (Angel Investors) e dos capitalistas de risco (venture capitalists). É nesta fase que o capitalista de risco realiza seus ganhos, pois a participação desses investidores na empresa é avaliada em um montante muito superior ao capital inicialmente investido, seja pelo fato da consolidação da expansão, seja pelas novas perspectivas de crescimento abertas por emissões de ações ao público, fusão ou aquisição.

Nestas diversas fases representadas acima, as empresas requerem diferentes formas de financiamento e perfis de investidores. Um dos principais desafios desse ciclo de investimentos é fazer com que a comunidade investidora ofereça aos empreendedores não apenas os recursos financeiros, mas também algum tipo de suporte gerencial ao

empreendedor para aumentar as chances de sucesso do empreendimento. Atenção especial deve ser dada ao momento do desinvestimento que, quando viável, é considerado o fechamento do círculo virtuoso do *venture capital*. O desinvestimento do capitalista de risco pode tomar várias formas: venda direta a outra empresa, normalmente maior; por meio da recompra por parte dos empreendedores e/ou gestores da empresa; pela venda da participação no mercado acionário, notadamente no mercado secundário; ou ainda pela liquidação da empresa, no caso de insucesso no negócio. O desinvestimento é um dos fatores críticos para todo e qualquer investidor de risco, pois o seu retorno é, geralmente, obtido na forma de ganhos de capital obtidos na venda da sua participação na empresa. Se ele não prever alternativas lucrativas para o desinvestimento, certamente não irá investir.

### **3.2 Algumas Experiências Internacionais**

Os estudiosos do assunto apontam os Estados Unidos como um país de maior quantidade de experiências em capital de risco aplicadas em empresas emergentes de base tecnológica. «Csillag (1995, p.45) relata que em agosto de 1958 foi assinada por Eisenhower, então Presidente dos Estados Unidos, a lei que criava o programa *Small Business Investment Company* – SBIC. A partir de então foi dado o início às atividades de capital de risco.

Nesse País surgiu uma diversidade de instituições de risco com os mais diversos objetivos, tais como, *Minority Enterprise Small Business Investment Companies*, empresas de risco licenciadas pelo governo e constituídas por minorias sociais; as *Community Development Corporations*, que objetivam desenvolver economicamente uma região por meio do financiamento de risco às pequenas empresas e as *Economic Development Commissions* que atuam regionalmente procurando reduzir disparidades de desenvolvimento utilizando os incentivos governamentais, como programas de natureza fiscal e financeira. Bezerra (1999, p.36) relata que as SBIC's eram empresas privadas que possuíam o objetivo de providenciar às empresas embrionárias financiamentos e experiência administrativa. Para incentivar a criação e o desenvolvimento das SBIC's, o governo americano concedeu benefícios fiscais e a possibilidade de recebimento de empréstimos da SBA, para complementar os recursos levantados por meio de outros investidores. As atividades das SBIC's eram reguladas e limitadas pela SBA: limitação do tamanho das companhias nas quais se podia investir e a proibição da obtenção de controle acionário. Seiscentas e noventa e duas SBIC's foram criadas nos primeiros 5 anos do programa. A maior parte do capital das

*SBIC's* era captado com investidores privados ao invés de institucionais. Bezerra (1999, p.37) ainda relata que as principais dificuldades encontradas pelas *SBIC's* eram realizar investimentos de longo prazo em participações ilíquidas e também atrair profissionais de alta competência para postos de direção. Os investimentos ilíquidos de longo prazo estavam ligados aos horizontes de investimento de curto prazo dos investidores das *SBIC's*, associadas à dependência de empréstimos da *SBA*, que exigia pagamentos periódicos. Isso também representava uma grande dificuldade. A solução encontrada por diversas *SBIC's* foi a de concentrar seus esforços no financiamento de empresas de risco por meio de empréstimos e não de participações como havia sido previsto na criação das *SBIC's*. As *SBIC's* eram impedidas de remunerar seus dirigentes por mecanismos ligados a desempenho, por serem em sua maioria empresas de capital aberto. Mesmo em *SBIC's* privadas, que não eram sujeitas a esta restrição, os seus dirigentes eram assalariados.

Bezerra (1999, p.36) mostra que

*apesar de seus problemas, as SBIC's contribuíram de maneira inédita à criação de novas empresas nos EUA. Posteriormente pelas "limited partnerships". As SBIC's administradas de maneira mais profissional eram aquelas ligadas a holdings bancárias, que operavam de maneira diferente das SBIC's de capital aberto. Ao utilizarem apenas os recursos próprios de suas holdings, SBIC's ligadas a bancos não eram obrigadas a efetuar pagamentos periódicos para amortizar dívidas junto à SBA, o que lhes concedia uma maior liberdade para realizar investimentos em participação privadas ilíquidas. Muitos dos administradores destas SBIC's tornaram-se futuros administradores de fundos de participações privadas.*

Nos Estados Unidos, a existência de pólos tecnológicos e universidades voltadas para áreas de alta tecnologia, ao produzir oferta de novos empreendimentos com conteúdo tecnológico e potencial de crescimento, também contribuiu para que esta atividade se tornasse atraente e viável do ponto de vista dos investidores. O capital de risco consolidou-se ao longo das décadas de 1980 e 90, quando se estimam que aproximadamente 2/3 do capital alocado vieram de bancos e 1/3 de Fundos de Pensão e grupos de investidores individuais ou familiares (*family groups*). Um aspecto importante é que esta experiência não teria ocorrido se não fossem as políticas públicas de incentivo, não só para as PMEs de um modo geral, mas também para a formação de capital de risco. Nos EUA, um dos incentivos mais significativos é a *Initial Public Offering* (IPO), ou seja, o lançamento inicial de ações da



empresa, em geral na *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (NASDAQ).<sup>3</sup>

O Mercado de Ações do NASDAQ é o primeiro mercado de ações eletrônico do mundo (*Nasdaq Stock Market®*) e tornou-se um modelo para este tipo de mercado. Atualmente, investidores e vendedores de cerca de 5.000 empresas emergentes de tecnologia negociam seus títulos nesse mercado eletrônico, desde pequenas e médias, até corporações de vulto em busca de capital.

Vale a pena comentar que os investidores apresentam comportamentos típicos, conforme tem sido amplamente divulgado em artigos técnicos, livros de Administração Financeira, imprensa falada e escrita e outros meios. Tomando dois extremos, de um lado os investimentos tradicionais e de outro os de risco, *grosso modo* os primeiros buscam uma alta ou média rentabilidade, com baixo risco e alta liquidez, de preferência ou se possível nenhum risco e liquidez imediata. Os investidores de risco atuam em situações muito diferentes: eles geralmente buscam alta rentabilidade, assumindo altos riscos e baixa liquidez. O Quadro 3.1 resume estes comportamentos colocados de modo extremos, pois como se sabe entre estes ocorrem uma miríade de situações reais. O mercado de capitais cria mecanismos de entrada e de saída nas formas mais comuns, como abertura de ações no mercado de capitais, aquisição por outra empresa, recompra da participação pela própria empresa, compra secundária da participação por uma terceira parte e finalmente a liquidação. Em outras palavras, gera liquidez, algo da maior importância para qualquer tipo de investidor e empreendedor. A legislação norte-americana preocupou-se em criar mecanismos para garantir a liquidez ao sistema, uma vez que a aplicação de capital de risco pode levar anos para gerar benefício aos investidores.

As atividades de capital de risco na França tiveram início nos anos 50. Souza Neto e Stal (1991, p.41) relatam que em 1955 foram criadas as *Sociétés de Développement Regional* (SDR) com objetivo de investir em pequenas e médias empresas regionais. Chooce (1997, p.51) relata que em 1977 a França passa a ter atividades de risco em todo o seu território com a criação dos *Instituts Régionaux de Participation* (IRP). Bessis citado por Souza Neto e Stal (1991, p.41) afirma que a França só passou a ter operações de capital de risco em grande escala a partir de 1983. Esses mesmos autores mostram que, na verdade, foi no final da

---

<sup>3</sup> em português: Sistema Automatizado de Cotações da Associação Nacional de Corretoras de Valores

eficiente para regulamentar o desenvolvimento do capital de risco, cujas principais etapas foram:

- criação do mercado secundário para facilitar o acesso às pequenas e médias empresas ao mercado de capital;
- a criação dos Fundos Comuns de Risco voltados aos investimentos em sociedades não cotadas em bolsas de valores;
- Lei relativa à compra de empresas pelos empregados e a criação das Sociedades de Capital de Risco.

**QUADRO 3.1 – Comportamento entre Investidores Tradicionais e de Risco**

OBJETIVOS			
INVESTIDORES	RENTABILIDADE	RISCO	LIQUIDEZ
TRADICIONAIS	Alta	Baixo	Alta
DE RISCO	Alta	Alto	Baixa

*Fonte: Elaborado pela autora deste trabalho com base nos objetivos dos Investidores tradicionais e de risco*

Nesse País foram também criados mecanismos de recompra de quotas de investidores para incentivar alguns investidores a entrar em Fundos de capital de risco, restrito a alguns Fundos especializados em tecnologia e apenas para investidores de Fundos de Pensão.

Em 1948, na Grã-Bretanha, ainda conforme Souza Neto e Stal (1991), a primeira instituição pública a prover o capital de risco foi a Corporação Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento. Alguns instrumentos administrados pelo Departamento de Comércio e Indústria do Reino Unido valorizavam os esforços tecnológicos de pequenas e médias empresas como:

- Um plano de suporte à inovação com financiamento de aproximadamente 33% dos custos elegíveis e que poderiam se estender até 50% destes custos;
- E outro plano ligado à inovação e investimentos com favorecimento para as empresas de até 500 empregados, com créditos por volta de 20% dos custos de entrada em produção.

Souza Neto e Stal (1991) dizem que a Grã Bretanha, em 1970, iniciou uma ação para apoiar as *start-ups* juntamente com o subsídio de P&D na pequena e média indústria. Em 1973-1974 foi fundada a Comissão Diretora Nacional de Operações, como veículo de redistribuição da propriedade da indústria britânica, uma instituição de capital de risco com funções de administração de empresas que lhes foram passadas pelo governo ou resultantes do seu próprio investimento; investimentos industriais regionais; provisão de empréstimos a pequenas empresas; atuação como catalisador no desenvolvimento de investimentos no campo de tecnologias avançadas. Souza Neto e Stal (1991, p.40) contam que em 1981 houve a fusão da Corporação Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento com a Comissão Diretora Nacional de Operações. Surgiu então o Grupo de Tecnologia Britânico, cujos investimentos estavam na ordem de 226 milhões de libras em 430 empresas. Mais duas outras ações governamentais foram feitas para aumentar a capitalização das pequenas e médias empresas:

- Plano de Expansão de Negócios e
- Plano de Garantias de Empréstimo. Este segundo garante até 80% do valor do empréstimo tomado pela pequena empresa aos bancos, sendo que isto estimulou o investimento em pequena empresa e houve a aceitação de risco.

Um estudo realizado em setembro de 2001 pela Price Waterhouse, citado pelo Venture Capital Opportunities In Europe Journal (2002), dá um retrato da evolução das atividades de capital de risco e private equity no mundo, de 1998 a 2000. Cabe aqui esclarecer que private equity e capital de risco (venture capital) são termos ainda muito confundidos, porque muitos afirmam que capital de risco é uma variação do private equity, mas em pesquisas realizadas pela autora percebeu-se que estes termos são distintos quanto aos seus objetivos: private equity é um investimento destinado às empresas amadurecidas e não dispõe de uma Instrução específica como a CVM 209/94 no Brasil, destinada às empresas emergentes. Além disso, a modalidade de Private Equity tem características geralmente

majoritárias, enquanto os investimentos de capital de risco são geralmente de participação minoritária. O Quadro 3.2 mostra um total de 177 bilhões de dólares que foram investidos em 2000 no mundo; isto representa um aumento, em relação ao ano anterior, de 30%. Destes 177 bilhões, 33% referem-se à tecnologia. Na Europa ocidental, \$ 32 bilhões foram investidos no capital de risco/private equity, isso exprime 20% de aumento em relação ao ano anterior. Se compararmos a 1999, os investimentos em tecnologia tiveram uma alta acima de 60%.

**QUADRO 3.2 - Atividades de Capital de Risco *Private Equity* no Mundo**

Valores investidos (B\$)	1998	1999	2000*
Mundo Total	83,0	136,0	177,0
América do Norte	56,4	99,4	126,3
Europa Ocidental	16,2	26,8	32,0
Ásia O Pacífico	4,9	9,1	9,1
Leste Médio & África	1,0	1,4	3,7
América Central & Sul	2,7	0,7	3,7
Europa Central & Oriental	0,2	0,2	0,4

\* Valores em 2001 não disponíveis

Fonte: *Venture Capital Opportunities in Europe* disponível em <http://www.europeanvc.com/figures.htm>

### 3.3 A Experiência Brasileira

A criação e a regulamentação dos Fundos privados de capital de risco no Brasil são bastante recentes. Praticamente todos que estudaram as empresas independentes de base tecnológica no Brasil concordam que a falta de fontes abundantes de capital de risco constitui um importante fator limitante para a expansão e crescimento deste tipo de empresa. Tal situação reflete no comportamento de uma economia cheia de sobressaltos, que transforma em risco até mesmo as atividades seguras, o que dirá para as atividades ligadas às inovações, a exemplo dos que foram citados nas experiências internacionais.

A institucionalização do capital de risco no Brasil começa com as iniciativas do Banco de Desenvolvimento Econômico na década de 1970, com a criação de subsidiárias que atuavam em várias áreas, mas sempre dentro de uma política de investimentos vinculada ao projeto de industrialização por substituição de importação. No âmbito dos investimentos privados, objeto desse texto, a institucionalização só veio na década seguinte.

De acordo com Barbieri (1995, p.30),

*foi somente em 1986, com o Decreto-Lei 2.287/86 e regulamentações posteriores, que as empresas de capital de risco receberam um tratamento tributário específico. Este texto legal considerou como empresa de capital de risco a sociedade cujo objeto social exclusivo seja a aplicação de capital próprio na subscrição de ações ou quotas de pequenas e médias empresas. Essa legislação representou um tímido avanço em relação ao que se tinha antes, quando as empresas privadas de capital de risco, aqui denominadas de Companhias de Participação, eram tributadas da mesma forma que uma holding tradicional. Por isso, ela ainda não era adequada para estimular as aplicações em empreendimentos ligados às inovações nas áreas das novas tecnologias, pois não estabelecia benefícios diferenciados em decorrência da natureza e do grau dos riscos assumidos.*

Estas Companhias de Participação, das quais trata Barbieri, tinham uma outra questão envolvida: não estavam obrigadas a investir em empresas emergentes, como é o caso de algumas instituições já mencionadas anteriormente. Por isso, elas acabavam atuando muito mais como empresas financeiras tradicionais, dando preferência às grandes empresas e canalizando recursos para empreendimentos mais seguros, em geral não relacionados com a incorporação de novas tecnologias, como empresas criadas sob regime de *franchising*, participação em empresas de setores maduros e participações em processos de privatização de empresas estatais.

### **3.3.1 Marcos na história**

Um dos marcos iniciais na história brasileira é a experiência do BNDES na atividade de capital de risco, que começou em 1974 com a criação de três empresas subsidiárias: IBRASA, que tinha a disposição explícita de tomar participações minoritárias e transitórias, isto é, que tinha como meta a capitalização das empresas privadas industriais em geral, principalmente as PMEs, estímulo à democratização do capital e o fortalecimento do mercado de capitais; a EMBRAMEC, que buscava fomentar projetos de empresas no setor de mecânica e metalurgia, isto é, desenvolver o setor industrial de produtos de bens de capital e a FIBASE, que estava voltada para projetos de base - química, petroquímica, cimento, (papel e celulose, etc.) que mais tarde se transformaram na BNDESPar.

Somente após muitas discussões nos meios políticos do país sobre os benefícios que esse tipo de atividade poderia trazer, tanto para os empreendimentos quanto para as PMEs, e dos vários estudos realizados pelo Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais

(CODIMEC) e pela Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais (ABAMEC), foram institucionalizadas as Sociedades de Capital de Risco no Brasil, por meio do Decreto Lei 2.287 de 23/07/1986, como supracitado por Barbieri (1995, p. 30) e regulamentado pela Resolução nº 1.184 do Conselho Monetário Nacional – CMN de 4/9/1986, posteriormente modificado pela Resolução nº 1.346 de 18/7/1987.

Quando da transformação dessas empresas em uma nova uma subsidiária, BNDESpar, sua ação prioritária sempre foi promover o crescimento das micro, pequenas e médias empresas de todo o país, tendo em vista o seu papel na geração e manutenção de postos de trabalho. O objetivo do BNDESpar não é permanecer na empresa e sim se associar a ela e, por meio de ações e debêntures, colaborar para que ela consiga desenvolver todo o seu potencial num prazo predeterminado e em seguida encerre a sua participação, por meio da abertura do capital da empresa nas bolsas de valores.

A BNDESpar, ao longo de sua história, firmou mais de 600 acordos de acionistas. Em 1998, transformou-se em empresa de capital aberto, e sócia minoritária de 209 empresas. Seu ativo total está na ordem de R\$ 20,5 bilhões e um patrimônio líquido de quase R\$ 10 bilhões. Uma das linhas de participação da BNDESpar em projetos de desenvolvimento dá-se por meio do Condomínio de Capitalização de Pequenas Empresas de Base Tecnológica (CONTEC), no qual são realizados os investimentos de risco. Gorgulho (1996, p.133) revela que o Condomínio de Empresas de Tecnologia (CONTEC) é um fundo que teve início em 1986. Uma pequena empresa de base tecnológica recém-criada por professores da Universidade Federal de São Carlos procurou o apoio da BNDESpar para o financiamento de seu projeto de crescimento. A BNDESpar analisou a empresa e esta não apresentava as condições exigidas, *tendo posteriormente recebido investimento de um grupo privado, que tomou uma expressiva parcela do seu capital por um valor bastante pequeno*. Gorgulho conta que *este incidente despertou a atenção para o surgimento e desenvolvimento de PME de base tecnológica, à semelhança do que ocorria em alguns países desenvolvidos, e da necessidade de um mecanismo diferenciado de tratamento a este tipo de empresa*. Porém, a formação de um grupo investidor privado disposto a participar destas companhias mostrou-se um processo bastante lento e complexo. Um documento foi elaborado pela equipe do CONTEC à Diretoria do BNDESpar com seus objetivos mostrando: *a necessidade de apoiar-se empreendimentos que fundamentem sua atividade produtiva no desenvolvimento de novos produtos ou processos, utilizando para tanto técnicas modernas e/ou inovadoras, e que se encontrem em fase de “start-up”, expansão e desenvolvimento, e que, por este motivo (dado o risco que*

*representam), não disponham dos tradicionais mecanismos de financiamento* (p. 133-135).

O CONTEC passou a ser administrado pela BNDESpar e suas cotas posteriormente vendidas a terceiros. Gorgulho (1996, p. 136) ainda conta que a BNDESpar permaneceu como a única cotista do fundo que foi, em 1995, por razões fiscais, transformado em programa, sendo seu nome alterado para Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica, mantendo-se a sigla CONTEC. O CONTEC prevê auxílio para implantação e fortalecimento de parques tecnológicos, além de também oferecer apoio diretamente a pequenas e médias empresas, devidamente enquadradas no conceito de empresas de base tecnológica ou então indiretamente por meio da participação acionária em Companhias Regionais de Capital de Risco (CCRs). O CONTEC foi transformado em um programa específico e destinado aos que se enquadram no conceito de empreendimentos de base tecnológica, ou seja, empreendimentos que apresentem produtos, processos ou segmentos de atuação considerados inovadores ou diferenciados.

### 3.3.2 Iniciativas ao desenvolvimento tecnológico

Uma iniciativa fundamental para o desenvolvimento tecnológico no Brasil é o Programa de Inovação Tecnológica em Pequenas Empresas (PIPE), vinculado à Fundação de Apoio à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP). Este programa aproxima empreendedores dos meios de profissionalização e crescimento, impulsiona negócios cujas pesquisas de inovação tecnológica precisam levar ao mercado os novos produtos ou serviços que estão se desenvolvendo. Trata-se de um capital de *fundo perdido*, isto é, o retorno deste dinheiro **não se dá como o capital de risco** e sim por meio da geração de novos empregos, recolhimento de impostos, etc., objetivando crescimento e giro na economia. Outra marca importante da FAPESP é que ela não financia a produção, e sim a pesquisa dentro das empresas e também a conquista de novos conhecimentos que possam propiciar o desenvolvimento tecnológico. Seus números estão em torno de 100 empresas financiadas por ano, o que amplia o espaço para profissionais que saem das universidades em busca de emprego, integrando-os como coordenadores de projetos. De acordo com Pian, membro da equipe do PIPE<sup>4</sup>, a FAPESP trabalha com 3 importantes fases: a primeira privilegia os 6

---

<sup>4</sup> Carlos Alberto de Pian, da equipe do PIPE -Programa de Incentivo Pequena Empresa -FAPESP (entrevista telefônica concedida à autora a em 16/10/2001)

meses iniciais com auxílio financeiro de até R\$ 70.000,00 (base de valor que se refere à data da entrevista). Nesta fase é feito um estudo de viabilidade do projeto e, se aprovado por especialistas, é aí que se começa a trabalhar. Na segunda fase é recebido um valor de até R\$ 300.000,00, o qual se destina mais especificamente ao desenvolvimento do produto; já na 3ª. fase é encontrada uma atuação de parceria do SEBRAE acionada para dar apoio à gestão comercial. O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) é uma instituição técnica de apoio ao desenvolvimento da atividade empresarial de médio e pequeno porte, voltada para o fomento e difusão de programas e projetos que visam à promoção e ao fortalecimento das micro e pequenas empresas. Seu propósito é trabalhar de forma estratégica, inovadora e pragmática para fazer com que o universo dos pequenos negócios no Brasil tenha as melhores condições possíveis para uma evolução sustentável, contribuindo para o desenvolvimento do país como um todo. A maior parte dos recursos do SEBRAE corresponde à contribuição compulsória de 0,3% calculada sobre o total da folha de salários das empresas.

Especificamente para o mercado de capital de risco, o SEBRAE tem um programa destinado às micro e pequenas empresas chamado Programa de Capital de Risco (PCR) e deve ser visto como um agente indutor do crescimento do mercado no Brasil, sendo uma importante alternativa de fonte de recursos. O PCR apóia o surgimento de novos gestores de fundos de investimentos de risco, que possam prestar às empresas serviços de natureza contábil, marketing, jurídico, tecnológico, além do simples aporte de recursos financeiros. As ações do programa prevêm o retorno do investimento realizado pelo SEBRAE e, se executado com critérios, estimulará uma concorrência sadia, voltada para resultados entre os gestores de fundos, assegurando sua continuidade. Além disso, o SEBRAE dispõe de outros programas de treinamento, apoio ao crédito, suporte tecnológico e acesso à informação que poderão ser utilizados para tornar os empreendimentos apoiados pelo PCR ainda mais competitivos.

Outra fonte de incentivo ao fomento tecnológico é a FINEP - Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas - que privilegia o apoio às empresas e instituições que investem no desenvolvimento de novos produtos e processos e está empenhada na busca contínua da inovação e da liderança tecnológica em esfera nacional. O processo de inovação é apoiado em todas as suas etapas e dimensões: da pesquisa em laboratório ao desenvolvimento de mercados para produtos inovadores; da incubação de



empresas de base tecnológica à estruturação e consolidação dos processos de pesquisa e desenvolvimento das empresas já estabelecidas. Objetiva também buscar a redução dos custos e a simplificação do acesso aos recursos financeiros, muito importantes ao processo de inovação. O novo modelo de atuação da FINEP chama-se Projeto Inovar e se baseia: em criar condições favoráveis à inserção da variável tecnológica nas estratégias das organizações; estimular universidades e centros de pesquisa a orientar suas ações pela demanda das empresas e dos demais agentes sociais; fomentar e orientar o investimento em P&D das empresas e em instituições empreendedoras, buscando a utilização integrada dos instrumentos disponíveis. O Projeto Inovar oferece um conjunto de iniciativas articuladas de modo inédito no país, pois eliminam deficiências que travam o desenvolvimento das pequenas e médias empresas de base tecnológica, permitindo o acesso aos recursos de que as empresas necessitam para crescer e se consolidar.

Segundo Wilson Tellis<sup>5</sup> *a Finep mantém parceria com a Endeavor, e juntas procuram analisar o plano de negócios e sua viabilidade, orientando para então colocar os empreendedores frente aos investidores, num evento chamado Venture Capital Forum<sup>6</sup>, cujas possibilidades de conseguir investidores, dividir o risco e ganhar suporte aumentam, pois já foram preparadas e selecionadas de forma muito criteriosa.*

Os Fóruns de capital de risco são *road shows* nos quais existem os encontros entre empreendedores em busca de capital de risco e investidores interessados em boas oportunidades de investimentos. A experiência americana mostra que estes Fóruns têm funcionado positivamente e contribuem significativamente para o desenvolvimento daquele mercado de capital de risco.

Há a participação de todos os agentes do capital de risco: gestores de fundos de capital de risco, investidores corporativos, "angels", bancos de investimento, fundos de pensão, além de representantes dos patrocinadores.

Um dos grandes segredos do *Venture Forum Brasil* - e o que o diferencia de iniciativas similares em outros países - é o processo de preparação das empresas, que contribui fortemente para aumentar as chances das empresas participantes de captar

---

<sup>5</sup> Wilson Tellis – analista de projetos da Finep, em entrevista telefônica em 22/10/2001

<sup>6</sup> Na data da entrevista constava a realização do 5º. Fórum e já em novembro/2002 realiza-se o 7º. Venture Fórum. Para mais informações recomendamos o site: <<http://www.finep.gov.br>>

investimentos. Após rigorosa seleção, as empresas recebem, durante cerca de dois meses, assessoria intensiva por parte de uma equipe multidisciplinar. Formada por profissionais experientes, sua função é discutir com os integrantes das empresas as características do seu mercado, sua estratégia, premissas de crescimento, as alternativas de saída para o investidor no futuro, as cláusulas em geral negociadas pelos investidores, entre outros aspectos.

Assim, a empresa recebe apoio para elaboração e aperfeiçoamento do plano de negócios, assessoria na estruturação do negócio em seus aspectos organizacional, estratégico, financeiro e jurídico, bem como suporte na apresentação aos investidores.

A promoção de um *Venture Forum* atende aos seguintes objetivos: (1) criar um eficiente canal de comunicação entre empreendedor e investidor; (2) promover e apoiar a associação entre empreendedores e investidores; (3) aumentar a eficiência do mercado informal de capital de risco; aumentar a percepção dos investidores sobre o potencial dos negócios de base tecnológica; (4) desenvolver *experts* em avaliação de negócios de base tecnológica; (5) aprimorar a capacidade de gestão de empreendedores e executivos das pequenas empresas de base tecnológica; (6) aumentar a qualidade dos fluxos de negócios disponíveis para investimento de capital de risco.

A realização de vários *Venture Forums* tem contribuído para a construção de um ambiente institucional favorável ao florescimento da atividade de capital de risco no País, estimulando o fortalecimento das empresas nascentes e emergentes de base tecnológica brasileiras, contribuindo, em última instância, para o desenvolvimento tecnológico nacional, bem como para a geração de empregos e renda.

A *Endeavor* busca eliminar os fatores que têm limitado o surgimento de empreendimentos inovadores, tais como a falta de acesso a capital, à informação e a serviços de suporte qualificados, bem como a inexistência de modelos de empreendimentos de sucesso que possam educar futuros empreendedores. Vale lembrar, a título de curiosidade que a palavra *endeavor* vem do francês antigo e significa *esforço consciente em direção a um objetivo*.

Desde o início, a atuação da BNDESpar foi adotar uma postura inovadora no desenvolvimento de instrumentos e produtos financeiros. Assim pôde, de um lado, melhorar a adequação das formas como apoio às necessidades das empresas e, do outro, ajudar o desenvolvimento e a modernização do mercado de capitais do país. Para isso, trabalhou com

a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e outras instituições brasileiras ligadas ao mercado de capitais, na formatação e regulamentação de produtos voltados à capitalização das empresas nacionais. O investimento da agência pode ser feito por via direta ou indireta, por meio de Fundos.

Atualmente, O BNDES estruturou e participa como cotista de quatro Fundos nesta modalidade: o RSTec, o SCTec, o SPTec e MVPTec com área de atuação no Rio Grande do Sul, Santa Catarina, São Paulo e Rio de Janeiro. O SPTec é administrado pela SP Administração de Fundos Ltda. e o MVPTec pela Mercatto Venture Partners. Investidores institucionais relevantes como o BID, o Sebrae e Fundos de Pensão Estaduais também são cotistas destes Fundos. Os Fundos RSTec e SCTec são administrados pela Companhia Riograndense de Participações (CRP), pioneira na administração de investimentos de capital de risco no Brasil e que vem exercendo essa atividade desde 1982. Como administradora de capital de risco, a CRP estruturou e vem operando uma carteira própria e de terceiros, como a Caderi Capital de Risco S.A., instituída em 1990.

A CRP criou nesses anos uma sistemática de atuação que lhe permitiu estruturar e administrar fundos de capital de risco nos seus vários aspectos (captação, gestão e desinvestimento) e vem desenvolvendo técnicas próprias de avaliação e acompanhamento de empresas emergentes. Tem atuado fortemente na região sul do Brasil, onde se concentram seus principais investidores, como também seus negócios. Sua principal acionista é a *holding* PARGS S.A., composta por investidores privados do Rio Grande do Sul, como a Azaléia, Gerdau, F. Xavier Kunst, Habitasul, Intral, Ipiranga, Josapar, Micheletto, Petropar, RBS, SLC e Zaffari. Também são acionistas da CRP o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul -BRDE e o Banco do Estado do Rio Grande do Sul, S.A - BANRISUL.

A equipe da CRP é responsável pela prospecção de oportunidades, análise e acompanhamento dos investimentos e possui treinamento específico em capital de risco. São demandados com frequência para realizar palestras e seminários sobre o tema no Brasil e exterior. A CRP mantém constante contato com outros investidores de risco, dentro e fora do Brasil, tendo uma rede de relacionamento com potenciais investidores para variados tipos de oportunidades de investimento, tanto em volume como em setor. A equipe da CRP participa de diversas entidades empresariais, como as federações de comércio e indústria dos estados da região sul, associações de empresas, universidades, incubadoras e eventos como forma de

buscar oportunidades de negócio e divulgar o capital de risco no Brasil, como é o caso do Projeto Inovar e os Fóruns promovidos pela FINEP.

A FINEP vem interferindo positivamente no desenvolvimento do país há mais de três décadas. De acordo com o histórico apresentado em seu portal, seu início se deu em 24 de julho de 1967<sup>7</sup>, quando o Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas transformou-se em Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP. Em 31 de julho de 1969, nascia o Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDCT), destinado a estruturar e garantir a sobrevivência da pós-graduação e da pesquisa no Brasil. Esta empresa pública, vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia, começou sua trajetória que a levou a ser hoje a Agência Brasileira de Inovação. Já em 1975, a FINEP promoveu uma intensa articulação, coordenando oferta e demanda de tecnologia, unindo universidades, centros de pesquisa e empresas de consultoria a empresas contratantes de serviços, produtos e processos. Os mais diversos projetos ao longo de sua história são: desenvolvimento do avião Tucano da Embraer; técnicas de modificação genética que levaram a uma substituição de adubos químicos, gerando economia anual de 1,5 bilhão de dólares ao país; desenvolvimento do AZT nacional, gerando economia de 30 milhões de dólares por ano e facilitando acesso da população carente ao remédio; o Platinil, primeiro medicamento para uso oncológico totalmente fabricado no Brasil; Biohulin, insulina com técnica de engenharia genética mais barata com mais autonomia na produção; a pele artificial Biofill; o primeiro plástico biodegradável brasileiro, que leva de 6 a 18 meses para degradar, enquanto o plástico convencional leva de 40 a 60 anos; programas diversos de técnicas alternativas de habitação; o mais profundo tanque oceânico do mundo para simulação de exploração de petróleo e outros mais.

O desenvolvimento das pequenas e médias empresas de base tecnológica e o estímulo ao capital de risco no Brasil dependem de um ambiente tecnologicamente ativo, com grande disponibilidade de recursos técnicos e humanos e que apresente espaços para a iniciativa empresarial. Por outro lado, é também necessário um sistema de financiamento,

---

<sup>7</sup> *Lei de Criação : A Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP é empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia, criada em 24 de julho de 1967 pelo Decreto nº 61.056, com o objetivo de fomentar técnica e financeiramente estudos, pesquisas, programas e projetos econômico, social, científico e tecnológico do País, de acordo com as metas e prioridades setoriais fixadas pelo Governo Federal.*

como a formação de novos Fundos e companhias de capital de risco, que atue no sentido de estimular o desenvolvimento destas empresas.

O Quadro 3.3 mostra um conjunto de iniciativas que visam preencher os espaços necessários do mercado de capital de risco para que possa funcionar a contento. Tem-se a Incubadora de Fundos Inovar, que vem estimular as melhores práticas internacionais na seleção de Fundos como também a coordenação dos esforços de avaliação e auditoria de Fundos e a disseminação dessa metodologia para outros investidores.

**Quadro 3.3 – Iniciativas da Finep para apoio ao Mercado de Capital de Risco**

Incubadora de Fundos Inovar	Consórcio entre Finep, Sebrae Nacional, Fomin/fundo do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) .
Fundo Brasil Venture	Acordo de investimento entre a Finep e o Sebrae.
Portal Capital de Risco Brasil (www.venturecapital.com.br)	Primeiro site sobre capital de risco do país, contendo informações, artigos, links, estatísticas, e-groups, além de encontro virtual entre empreendedores e investidores.
Venture Forum Brasil	Agenda permanente de rodas de negócio reunindo empresas de tecnologia em busca de capitalização e investidores de capital de risco.
Rede Inovar de Prospecção e Desenvolvimento de Oportunidades de Investimento	Articulação entre os principais parceiros do Projeto Inovar: Finep, lançado em Maio de 2000, Sebrae, Conselho Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento (CNPq), a Associação Nacional de Incubadoras e Parques Tecnológicos (Anprotec), Sociedade Promotora da Exportação de Software (Softex), Instituto Eurvaldo Lodi (IEL), Fundações de Amparo à Pesquisa, Fundações Universitárias.
Capacitação de agentes de capital de risco	Formação de recursos humanos com competências na área de capital de risco.

Fonte: *Projeto Inovar estimula o capital de risco* Gazeta Mercantil, 24-7-2002 disponível em <http://www.venturecapital.org.br/vcn/ShowItem.asp?ContentId=1479>

O Fundo Brasil Venture tem como objetivo o apoio prioritário a Fundos de *seed capital* (Fundos de capital voltados para empresas nascentes de base tecnológica). Já a Rede Inovar de Prospecção e Desenvolvimento de Oportunidades de investimento tem como objetivo promover a criação e o desenvolvimento de pequenas e médias empresas de base tecnológica brasileiras, especialmente o capital de risco e, finalmente, a capacitação de agentes, como recursos humanos estratégicos do capital de risco no Brasil.

Concluindo, os investimentos com base no capital de risco apresentam diferenças substanciais quando comparados com os investimentos tradicionais. Algumas das características do capital de risco são: busca de alta rentabilidade para o investidor, algo que normalmente não se obtém em atividades ou setores maduros e consolidados; participação transitória ou temporária no empreendimento apoiado; retornos de longo prazo e não exigência de garantias reais aos empreendedores apoiados. Uma outra característica é que esta modalidade não sobreviveria, ou melhor dito, não apresentaria o vigor, observado na atualidade de diversos países, sem algum tipo de incentivo governamental. As experiências analisadas neste capítulo mostram que este apoio pode se dar sob inúmeras formas, tais como: incentivos fiscais, recompra de quotas, criação de mercado secundário e outras. A experiência brasileira ainda é muito tímida comparada com os países líderes nesta área, como Estados Unidos e outros aqui comentados. Um dos instrumentos de apoio ao capital de risco é a Instrução Normativa CVM 209/94, que será objeto do próximo capítulo, pois é o instrumento que está sendo analisado neste trabalho. Diante de poucos instrumentos de incentivo à formação de capital de risco privado no Brasil, esta Instrução Normativa se reveste de maior importância para o desenvolvimento das PMEEs de base tecnológica.

## **CAPÍTULO 4 - FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES**

---

Os Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) são compostos por vários aplicadores que juntos detêm maior poder de negociação e podem investir em vários ativos financeiros, possibilitando a diversificação de portfólio. Além disso, saber o que investir no momento certo é tarefa que demanda tempo e experiência. Por isso os formadores dos FMIEEs contam com o trabalho dos administradores de Fundos, e que serão denominados apenas como gestores.

A regularização dos Fundos de capital de risco no Brasil se deve em grande parte às iniciativas de Thomas Tosta de Sá, na época Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que empreendeu uma verdadeira cruzada em prol desta modalidade de apoio em empresas emergentes. Após muitas reuniões e debates, Tosta de Sá assina a Instrução da CVM Nº 209 de 25 de março de 1994, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes e cria o FMIEE. Cada FMIEE se estrutura em torno de três eixos: os investidores que irão formá-lo, os seus órgãos gestores e as empresas emergentes apoiadas. Um FMIEE resulta da comunhão de recursos de investidores destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de empresas emergentes.

Empresas emergentes, segundo a Instrução 209/94, com a redação atualizada pela Instrução 363/2002, são as companhias que apresentem faturamento líquido anual inferior a R\$ 100 milhões, apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão (Art. 1º). É vedado ao Fundo investir em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 200 milhões (Art. 1º; 3º). Ainda no artigo 3º. § 1º. Inciso II houve alteração pela CVM 368 de 29/5/2002 sobre a constituição de Fundos. O gestor do Fundo deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários a autorização para o seu funcionamento mediante comprovação da *subscrição* da totalidade das quotas relativas ao patrimônio inicial, o que na versão original era somente no momento da *integralização*. Isto foi uma alteração que veio trazer agilidade à formação e a aceleração do funcionamento de Fundos.

Uma das novidades que a Instrução Normativa 209/94 trouxe foi a possibilidade de negociação das quotas do Fundo no mercado de bolsa ou balcão, fato este que aumenta a liquidez para o investidor e que pode, portanto, representar um estímulo a mais para investir em empresas emergentes. De acordo com nova redação dada pela Instrução 368/2002, somente podem ser negociadas no mercado de bolsa ou balcão as cotas de Fundo que tenham sido objeto de distribuição pública previamente registrada na CVM (art. 21).

Também a Instrução CVM Nº278 de 8/5/98 veio facilitar a captação e formação dos Fundos estrangeiros que possam ter interesse em investir no país, aumentando, assim, as oportunidades de empresas nacionais conseguirem financiamentos que possam alavancar suas atividades. No Brasil até então inexistiam mecanismos reguladores e fiscais de estímulo à atividade de capital de risco.

Outras instruções, leis e resoluções além das já mencionadas existem para servir de arcabouço da atividade de capital de risco. O Quadro 4.1 mostra quais são estas regulamentações que compõem esta realidade e quais suas disposições. Em particular, como foco deste trabalho, chama a atenção para a Instrução 209/94, aqui anexa com as devidas alterações desde sua criação.

#### **4.1 Avanços e Retrocessos**

Ávila (2001, p.8) afirma que a regulamentação dos FMIEEs representou um grande passo em relação às sociedades de Capital de Risco formadas no início dos anos 80. Com a regulamentação, os Fundos passaram a não ser tributados, mas apenas os investidores, quando da amortização de quotas, com uma alíquota de 10%, uma vez que naquelas companhias já havia incidência de imposto de renda sobre os lucros e, posteriormente, na distribuição de dividendos aos acionistas. Outro avanço importante foi a permissão aos Fundos de Pensão, que eram proibidos de investir em companhias fechadas, para que pudessem investir em Fundos de empresas emergentes, incentivando investimentos em pequenas empresas. Um valor mínimo de quota, inicialmente estipulado em R\$ 100 mil, foi reduzido para R\$ 25 mil e, mais recentemente, para R\$ 10 mil. Apesar de não serem resgatáveis, as quotas dos FMIEEs podem ser listadas para negociação em mercado secundário, respeitadas algumas condições, por exemplo, que os recursos comprometidos tenham sido totalmente integralizados e que o administrador contrate uma instituição financeira para a colocação de quotas.



Os investidores dos Fundos (que na forma geral de formação de condomínio deveriam ser tratados como condôminos) suportam o risco do investimento em perda total, não podendo responsabilizar tais gestores dos Fundos (para este trabalho tratados como gestores) de insucesso na formação da carteira de investimentos. Porém, a CVM 209/94 preocupou-se em garantir direitos aos investidores, no caso de uma ingerência culposa por parte dos gestores e evitar a formação de Fundos clandestinos. Assim, os riscos por parte dos investidores são decorrentes da resposta do mercado para aquele tipo de atividade à qual seu investimento foi submetido. É exatamente esta característica de risco que dá ao capital de risco uma definição personalizada.

O investidor, por fazer parte de um condomínio, responde por cotas e assume também alguns tipos de despesas de conservação, divisão e suporta o ônus na mesma proporção de sua parte, descrito no Art. 4º § 1º da Instrução CVM 368, de 29 de maio de 2002, que altera a CVM 209<sup>8</sup>.

Observam-se algumas obrigações destes investidores (condôminos) bastante similares ao *modus operandi* de um condomínio comum, como seguem:

- despesas de conservação dos recursos, divisão e quaisquer ônus que incidirem sobre o condomínio. (conforme especificado no artigo 624 do Código Civil);
- cobrança de taxas de administração (management fees), um tipo remuneração dos administradores (fixa) dentro dos parâmetros de proporção de cada investidor, porém também não se pode esquecer que os administradores são remunerados pelo desempenho de sua administração (performance fee).

O investidor responde pelo dano decorrente de sua impontualidade na integralização do patrimônio inicial do Fundo. Pela redação original, a integralização das cotas era de 180 dias, conforme Art. 7º. §.2º. e posteriormente foi alterada pela CVM 236/95 e CVM 363/2002, passando a subscrição total das quotas constitutivas do patrimônio inicial podendo ser encerrada no prazo máximo de 360 dias, a contar da data da concessão do

---

<sup>8</sup> As taxas, despesas e prazos serão idênticos para todos os quotistas.

registro de distribuição de quotas pela CVM, ou se cabível da data da autorização para a constituição do fundo, se destinada a colocação privada. O Código Civil – Art 627 descreve que *cada consorte responde aos outros pelos frutos que percebeu da coisa comum e pelo dano que lhe causou*. Também no novo código Civil o Artigo 1.319 descreve que *cada condômino responde aos outros pelos frutos que percebeu da coisa e pelo dano que lhe causou*.

A integralização das quotas deve estar prescrita no regulamento e nos acordos do fundo. Qualquer inadimplência por parte do investidor deverá ser respondida na proporção de sua participação.

De acordo com Castro Filho (2002, p.3-5), as responsabilidades dos administradores ou gestores são classificadas de acordo com a relação que exercem, a saber:

- a) Administrador e Fundo
- b) Administrador e Investidor
- c) Administrador e Sociedade

O gestor exerce um papel de fundamental importância para o sucesso do fundo. Faz parte de suas responsabilidades a seleção criteriosa, avaliação de risco e oportunidades, possibilidades de retorno, a forma de liquidez dos investimentos das companhias que formarão e o cumprimento da Governança Corporativa do fundo. A Instrução CVM 209/94 induziu o surgimento de uma gestão profissional, sendo este um dos seus aspectos positivos. A gestão profissional serve de estímulos a novos investidores potenciais, encorajando a criatividade e a inventividade dos empreendedores. Cabe mencionar que são eles que fazem o trabalho de meio de campo e servem de elo entre os investidores e os empreendedores apoiados.

No que tange ao item a) sobre a relação do administrador/gestor e o fundo, ele tem a função de representar atos em nome do fundo e exercer atividades que possam demonstrar desempenho e evolução contábil e novas oportunidades e negócios aos investidores e à CVM. Sua obrigação de envidar os melhores esforços de gestão está implícita ao seu desempenho, pois tanto o regulamento do fundo como a própria instrução CVM 209/94 ditam por essa determinação.

Para o item b) que relaciona a responsabilidade do gestor e seus investidores deve-se levar em conta que se trata de uma relação constituída por pessoas jurídicas independentes. Todos estão sujeitos ao regulamento único do fundo, porém Castro Filho explica que caso haja interesse de um ou mais investidores interessados em acordo paralelo, qualquer prejuízo não é transferido ao fundo e sim somente aos envolvidos naquela transação paralela. Com respeito ao item c), Castro Filho (2002, p.6-7) diz que

*o administrador para exercer suas atividades, deve assumir certos deveres impostos pela lei para proteção da ordem jurídica e econômica. A CVM, por exemplo, foi criada, entre outras finalidades, para preservar os investidores e a ordem econômica pátria.*

Por isso há a necessidade de encaminhamento de relatórios e demonstrativos periódicos à CVM, que comprovem a boa ou má gestão do fundo. A CVM é também o órgão fiscalizador de Fundos, pois conforme a Lei 6.385/76 que a criou, cabe a ela apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado (art. 9º.) A CVM pode iniciar um inquérito administrativo, por meio do qual recolhe informações, toma depoimentos e reúne provas com vistas a identificar claramente o responsável por práticas ilegais, oferecendo-lhe, a partir da acusação, amplo direito de defesa. Em termos de política de atuação, a Comissão persegue seus objetivos pela indução de comportamento, da auto-regulação e da autodisciplina, intervindo efetivamente nas atividades de mercado, quando este tipo de procedimento não se mostrar eficaz.

#### **4.3 Governança Corporativa**

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que otimizam o desempenho de uma companhia quando protege todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores. São pontos básicos para se estabelecerem às práticas de Governança: a transparência, a equidade de tratamento dos acionistas e a prestação de contas; os direitos dos acionistas, o tratamento equitativo de acionistas, o papel dos *stakeholders* na Governança Corporativa e a divulgação e a transparência são responsabilidades da administração. Estes são os *Princípios da Governança Corporativa*, definidos pela Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico - OCDE e Banco Mundial<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Seminário *Private Equity e Governança Corporativa* – Fundação Getúlio Vargas realizado em 7 de junho de 2002

A Lei 10.303 de 31/10/2001, que alterou a Lei das SAs e a Lei 6385/76 (CVM e Mercado de Valores), representou um nítido avanço na proteção legal dos direitos dos acionistas minoritários, aprimorando o quadro institucional do mercado de valores mobiliários.

As regras para a boa Governança Corporativa atraíram a atenção de todo o mercado financeiro em níveis mundiais, porque priorizaram a transparência da gestão empresarial em relação à rentabilidade como objetivo a ser alcançado e a redução de riscos maiores para os investidores, a fim de lhes garantir um bom retorno em suas aplicações.

A partir da adoção dessas normas de boa gestão, o objetivo das empresas é procurar esforços empresariais no sentido de aumentar o retorno aos seus acionistas, visando ainda atender ao conjunto das empresas, seus fornecedores, clientes e a sociedade da qual faz parte.

É propício para os empreendedores divulgar informações amplas e objetivas e, sem dúvida, despertar o interesse de investidores nacionais e internacionais, pois para eles resultará na valorização de sua empresa.

Um mercado financeiro atrativo aos investimentos é dado pelo alto grau de segurança aos direitos dos acionistas, refletido pela qualidade e transparência das informações prestadas pelas empresas, garantindo a elas excelentes oportunidades de captação de novos recursos.

A boa aceitação dessas práticas tem estimulado o surgimento de indicadores como o *Dow Jones Sustainability*, que procuram além das práticas de Governança Corporativa, propriamente ditas, acrescentar também indicadores de contribuição para os problemas ambientais e sociais.

Existem 3 níveis de Governança Corporativa além do nível tradicional. O Nível 1, criado pela Bovespa, exige requisitos mínimos de divulgação de informações que uma companhia precisa seguir para ser considerada mais transparente que as demais. As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Cumprimento de regras de descoberta em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

O Nível 2, além das exigências de transparência do Nível 1 acima mostradas, exige também maior direito aos acionistas minoritários. Por exemplo, ofertas públicas com mecanismos que favoreçam a dispersão do capital e *tag along*<sup>10</sup> de 100% para as ações ordinárias e 80% para as preferenciais. Além disso, a empresa se compromete a divulgar eventuais acordos de acionistas, programas de opções e contratos com mesmo grupo financeiro, entre outras ações. No Brasil, os minoritários têm enfrentado muitos problemas porque a legislação acaba favorecendo ou permitindo atitudes incorretas por parte dos controladores, a começar por manterem um nível insatisfatório de informação no mercado. Uma das maiores brigas dos minoritários é exigir maior nível de transparência e respeito dos controladores.

O Novo Mercado (tido como o Nível 3), além de cumprir as regras dos dois níveis acima, estabelece que a empresa deve ter também ações ordinárias, que dão direitos a voto. É por esse motivo que a questão de Governança Corporativa aplicada às empresas emergentes, formadas por Fundos de capital de risco, tende a ser mais valorizada, porque os investidores reconhecerão o retorno de seus investimentos. A idéia de criar um mercado de capitais, baseado nos níveis comentados, é decisiva para que este possa cumprir seu papel de financiador do crescimento econômico. A experiência do Neuer Markt alemão é uma referência importante por utilizar um contrato privado celebrado entre a empresa e a Bolsa

como forma de estabelecer regras adicionais. No entanto, o Novo Mercado, assim como outros mercados similares na Europa como *Nouveau Marché* (França), *TechMark* (Inglaterra), *Nuovo Mercato* (Itália), foi criado com o objetivo exclusivo de atrair empresas de setores de rápido crescimento e alta tecnologia, como internet, telecomunicações, mídia, biotecnologia, etc. O Novo Mercado da BOVESPA, ao contrário, não faz qualquer restrição com relação ao setor e nem se destina somente às pequenas empresas.

A CVM lançou uma cartilha em junho/2002 contendo recomendações sobre Governança Corporativa. Segundo a CVM, trata-se de um trabalho que utilizou 25 anos de experiência desta comissão. Apoiou-se também em pesquisas e relatórios do Brasil e de outros países. Com esta cartilha pretende-se dar uma visão clara aos investidores para análise das práticas de Governança que propiciam maior certeza na tomada de decisão. Afirmam que o objetivo é aumentar o valor da companhia, pois as práticas de Governança Corporativa repercutem na redução de seu custo de capital e aumentam a viabilidade do mercado de capitais para a capitalização.

Esta cartilha é uma espécie de código de conduta de caráter voluntário e não punitivo, porém, se uma companhia vier a não adotar as condutas recomendadas, ela precisará explicar o porquê do não cumprimento destas recomendações. Além disso, as companhias não devem se limitar aos itens listados nesta cartilha, pois a expansão de práticas de boa Governança Corporativa está cada vez mais sendo bem vista e acompanhada pelos investidores.

Em suma, as regras para a boa Governança Corporativa atraem a atenção de todo o mercado financeiro a níveis mundiais e priorizam a transparência da gestão empresarial em relação à rentabilidade e a redução de riscos para os investidores. As consequências são positivas para os Fundos Mútuos de Investimentos, a fim captar mais recursos e a formação de novos Fundos.

#### **4.4 Desinvestimento em Capital de Risco no Brasil**

A perspectiva de liquidez para os investimentos de capital de risco é um dos fatores mais importantes para o desenvolvimento dessa modalidade de aplicação de capital. A possibilidade de negociação das cotas dos Fundos, pela existência de um mercado de capitais

---

<sup>10</sup> *Direito que garante aos acionistas minoritários, no caso de venda do controle da companhia, as mesmas condições de oferta dadas aos controladores. Em caso de privatização, por exemplo, os acionistas minoritários teriam direito a receber*

ativo, proporciona a liquidez tão almejada pelos investidores, tornando-se um desejo do mercado para apoio às pequenas e médias empresas emergentes de base tecnológica. Porém, na visão de Gonçalves (2002)<sup>11</sup>, os Fundos de *Venture Capital/Private Equity* (VC/PE) são veículos ilíquidos por definição. Segundo suas próprias palavras:

*a carteira de aplicações desses Fundos é ilíquida (empresas de capital fechado, em processo de desenvolvimento). Portanto, as quotas subscritas destes somente podem seguir a mesma característica de iliquidez. Qualquer instrumento para gerar liquidez às quotas desses Fundos, seria de fato uma tentativa de desviar um fundamento natural desses veículos, em artifícios ou simulações de pouca validade e nenhuma sustentação prática ou teórica.*

Gonçalves (2002) lembra que algumas tentativas para gerar liquidez em alguns Fundos anteriormente foram desastrosas. No passado, muitos investidores brasileiros entraram nesta atividade por falta de conhecimento do mecanismo. Os seis primeiros Fundos de *Private Equity* foram levantados em moeda local por Fundos de Pensão e foram esses justamente os investidores que se sentiram desconfortáveis com a falta de liquidez, mas no decorrer do tempo passaram a entender. Gonçalves afirma

*que estes Fundos de VC/PE não permitem tal interrupção ou transferência, inclusive a contabilização das quotas nos próprios livros contábeis ficam com o mesmo valor por vários anos, dando a impressão, aos “desavisados”, de que o retorno desses Fundos não acompanha sequer a inflação.*

Gonçalves esclareceu também que,

*no Brasil, para que os Fundos de Pensão e agentes do mercado possam participar/investir, os Fundos têm que necessariamente ser regulados pela CVM. Portanto, nenhum fundo com capital local foi constituído fora da CVM, lembrando que a Votorantim Ventures, Promon Ventures e outras iniciativas de empresas nessa área não são tecnicamente consideradas como Fundos, mas alocações orçamentárias de capital exclusivamente da própria empresa.*

Essas companhias de capital de risco não entram sozinhas num projeto, elas investem junto com outras companhias de capital de risco. Juntam-se para serem fortes e investirem altas somas em vários projetos, formando uma carteira de aplicação de risco. Por

---

por suas ações o mesmo prêmio pago em leilão aos controladores.

<sup>11</sup> já anteriormente citado : Álvaro Gonçalves, Sócio e Diretor Executivo, da Stratus Venture Capital, entrevista concedida em 27/6/2002

isso, com tanto aporte de capital, consegue-se chegar ao resultado almejado muito mais facilmente do que se tal projeto recebesse doses homeopáticas de capital.

Resumindo, a Instrução Normativa 209/94 veio preencher uma lacuna na política governamental de apoio à formação de capital de risco privado para incentivar as pequenas e médias empresas emergentes. Desde que foi criada em 1994, algumas alterações foram feitas, mantendo-se porém o seu *modus operandi* praticamente inalterado, como por exemplo:

- a classificação de empresas emergentes com a redação atualizada pela Instrução 363/2002, definindo as companhias que apresentem faturamento líquido anual inferior a R\$ 100 milhões, apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão (Art. 1º);
- a proibição ao Fundo de investir em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 200 milhões (Art. 1o.; 3o.);
- para trazer agilidade à formação e a aceleração do funcionamento de Fundos, a Instrução CVM 368 de 29/5/2002 determina que os gestores de Fundos solicitem autorização à Comissão de Valores Mobiliários para constituir de Fundos mediante comprovação da subscrição da totalidade das quotas relativas ao patrimônio inicial, o que na versão original era somente no momento da integralização (Art. 3o.. § 1o.);
- para proporcionar liquidez essa mesma Instrução 368/2002 determina que podem ser negociadas no mercado de bolsa ou balcão as cotas de Fundo que tenham sido objeto de distribuição pública previamente registrada na CVM (art. 21);
- a Instrução CVM Nº278 de 08/05/98 veio facilitar a captação e formação dos Fundos estrangeiros que possam ter interesse em investir no país, aumentando, assim, as oportunidades de empresas nacionais conseguirem financiamentos que possam garantir sucesso em suas atividades.



Em outras palavras, pode-se dizer que a Instrução Normativa CVM 209/94 mantém o mesmo espírito da época em que foi criada, com ajustes que não desfiguraram a sua estrutura inicial. Dados da CVM mostram que estão operando 15 iniciativas de capital de risco, como mostra o Quadro 4.2. Nota-se ser um número pequeno comparado com o objetivo do capital de risco, o que chamou a atenção durante esta pesquisa, daí aquela pergunta colocada na introdução deste trabalho.

**QUADRO 4.2 - Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes**

BOZANO SIMONSEN ADVENT
BRASIL 21 FMIEE
EAGLE FMIEE
FIRE FMIEE *
FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA
FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA DE SÃO PAULO
FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA SANTA CATARINA
STRATUS VENTURE CAPITAL
FUNDO IP.COM. MÚTUO INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES
FUNDOTEC FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA
MG FMIEE – MINAS GERAIS
PRIVATE COMPANY INVEST FMIEE
REIF RETURNING ENTREPRENEUR INVESTMENT FUND FMIEE
RIO BRAVO INVESTECH FMIEE
SC FMIEE - (SC)

*\* Fundo participante desta pesquisa*

*Fonte: adaptado de [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) cadastro geral*

A seguir será apresentado o resultado da pesquisa efetuada com gestores e empreendedores de um fundo criado sob a égide da Instrução Normativa 209/94 e de uma companhia independente. Vale a pena mencionar a explicação de Gonçalves (2002) sobre os 4 tipos de grupos que operam capital de risco no Brasil:

- (1) os FMIEEs que são grupos locais constituídos sob a forma de condomínio segundo a Instrução Normativa CVM 209/94;
- (2) grupo que gerencia recursos off-shore, isto é, dinheiro internacional aplicável a investimentos de riscos fora da regulamentação da Instrução CVM 209/94;
- (3) divisões de bancos que aplicam recursos captados de risco, sem qualquer vinculação com a supra citada Instrução e

(4) empresas que aplicam seu próprio capital em empreendimentos de risco, conforme suas próprias regras.

Os grupos relacionados nos itens (3) e (4) acima são muito parecidos . Na verdade, a única diferença é que o item (3) refere-se às instituições financeiras aprovadas que aplicam capitais captados de seus clientes juntamente com os seus próprios capitais.

A companhia independente que já foi pesquisada para efeito deste trabalho enquadra-se no item (4), ou seja, trata-se de uma empresa que resolveu dedicar uma parte dos seus recursos na aplicação de capital de risco.

## CAPÍTULO 5 – A METODOLOGIA DE PESQUISA

---

Este capítulo trata do delineamento da pesquisa, da natureza dos dados e dos procedimentos metodológicos. Para coletar os dados necessários, obtendo respostas ao problema desta pesquisa colocado na apresentação deste trabalho, foram identificados alguns procedimentos, métodos e técnicas que respondam ao objetivo e ao problema desta pesquisa.

Como apresentado no capítulo 1, o objetivo geral deste trabalho é analisar a Instrução Normativa CVM 209/94 como instrumento de formação de capital de risco e como forma de incentivo ao desenvolvimento das PMEEsBT. Como objetivo específico, o trabalho pretende: (1) analisar a problemática das PMEEsBT do ponto de vista da sua captação de recursos para o seu desenvolvimento; (2) apresentar a experiência internacional mais significativa a respeito desse assunto; (3) verificar as principais vantagens e desvantagens que essa Instrução traz para os gestores e as empresas apoiadas; (4) identificar os pontos problemáticos na Instrução 209/94 no sentido de propor modificações que a torne mais efetiva em relação aos objetivos a que se propõe.

As pesquisas em ciências sociais podem ser denominadas qualitativas quando têm como foco o estudo e a análise do mundo empírico em seu ambiente natural, ou quantitativas, que se preocupam com a medição objetiva e a quantificação dos resultados.

Em Administração de Empresas, Moreira (2000, p.2-4) cita dois tipos de pesquisa de acordo com a estrutura seguida para a coleta de dados: uma trata da pesquisa experimental e outra da não experimental. Os casos mais encontrados em Administração são as pesquisas não experimentais. Estas por sua vez podem ser quantitativas e qualitativas, conforme a natureza dos dados que suportam as questões de pesquisa.

Marshall e Rossman (1999, p.2) afirmam que a importância da pesquisa qualitativa está em relatar a complexidade de interações sociais expressas na vida cotidiana e o significado que as pessoas atribuem a essas interações. Deste modo, a pesquisa qualitativa é pragmática, interpretativa e fundamentada nas experiências vividas pelas pessoas.

Para este trabalho - buscar a opinião dos gestores e empresas apoiadas pelo capital de risco, revelando a realidade de seu *modus operandi* e a efetividade de um Instrumento da

CVM, a Instrução Normativa 209/94 - verificou-se que a pesquisa qualitativa é a mais adequada, pelo fato de não existir a preocupação com a quantificação dos resultados.

Godoy (1995, p.58) afirma que a pesquisa qualitativa envolve a obtenção de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos interativos pelo contato direto do pesquisador com a situação estudada, procurando compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos, ou seja, dos participantes da situação em estudo.

A prática da investigação considera que o investigador pode utilizar-se do conhecimento anterior e manipular cuidadosamente os métodos, técnicas e outros procedimentos, a fim de obter resultados pertinentes às suas inquisições. Cada método, cada técnica, cada operação da pesquisa corresponde a uma determinada espécie de atividade.

### 5.1 Considerações Sobre a Escolha do Método e Técnica

O método é o caminho a ser trilhado pelos pesquisadores na busca do conhecimento. De acordo com Santos e Parra Filho (1998, p. 51), o método é o conjunto de processos que etimologicamente tem o significado de caminho para se chegar a um fim. Cervo e Bervian (2002, p.25) também revelam que o método é apenas um meio de acesso; só a inteligência e a reflexão descobrem o que os fatos e os fenômenos realmente são. Estes mesmos autores afirmam que toda investigação nasce de algum problema observado ou sentido.

Para que este trabalho pudesse acessar as condições reveladas por Godoy (1995, p. 58) acima apresentadas, buscou-se um instrumento ou técnica que possibilitasse tal ação. Yin (2001, p.19) afirma que cada estratégia apresenta vantagens e desvantagens próprias, dependendo basicamente de três condições:

*O tipo de questão da pesquisa; o controle que o pesquisador possui sobre eventos comportamentais efetivos; o foco em fenômenos históricos, em oposição a fenômenos contemporâneos.*

A escolha da técnica vai depender de como cada um desses três questionamentos se relaciona com as estratégias de pesquisa. Yin (2001: 24) identificou cinco estratégias consideradas principais: experimentos, levantamentos, análise de arquivos, pesquisas históricas e estudos de caso, explicitados a seguir:

Para Kerlinger (1979, p.26-27), os experimentos são realizados por meio de uma técnica baseada em experiências destinadas à verificação de um fenômeno. Submete-se o objeto em estudo a certas variáveis, em condições controladas e conhecidas pelo investigador. Observa-se o resultado dessas variáveis sobre o objeto estudado.

Ainda para Kerlinger, (1979, p.170) os levantamentos correspondem ao conjunto de operações para determinar as características de um fenômeno. Os levantamentos são utilizados, principalmente, para descobrir o que existe no ambiente social de um grupo, área geográfica ou política, ou mesmo um país inteiro. Uma das vantagens do seu uso é a capacidade de fornecer informações exatas sobre populações inteiras por meio de amostras mais reduzidas.

Na análise de arquivos, Yin (2001, p.19-110) afirma que as informações coletadas por meio da pesquisa documental podem assumir várias formas, sendo que cada uma deve ser considerada nos planos de coleta de dados. As vantagens desse tipo de pesquisa são: revisão por diversas vezes caso haja necessidade, contém dados exatos (nome, referências, detalhes) e pode cobrir muitos eventos num longo período de tempo. Para a análise dos documentos, o pesquisador é um observador que deve estar atento para os motivos que levaram à sua confecção.

Quanto à pesquisa histórica, Kerlinger (1979, p.348) afirma que esse tipo de estudo é de grande importância para a pesquisa comportamental, porque é necessária a compreensão das origens e raízes da teoria a ser desenvolvida, pois *a ciência não é só fazer teorias e testar hipóteses. É também a dosagem e avaliação de tendências passadas e evidência não-qualitativa.*

Yin (2001, p.19) revela que os estudos de caso são utilizados para exame de acontecimentos contemporâneos inseridos num contexto real, quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos. Esse tipo de estudo tem como intenção analisar dada unidade social de forma intensiva. Yin (2001p.28-29) afirma que a pesquisa realizada por meio do estudo de caso possui alguns pontos que são questionados e devem ser considerados na sua utilização. Entre eles podemos citar: ausência de rigor metodológico que faz com que o pesquisador veja o que quer ver, prejudicando os resultados; pode ser considerado frágil para uma generalização científica quando um único caso é analisado; demanda tempo; é difícil de se validar, na prática, as informações coletadas.

Julga-se que para este trabalho, dentro da pesquisa qualitativa, o estudo de caso é o que mais se aplica ao objetivo desta pesquisa.

Para segurança no enquadramento desta pesquisa como qualitativa tendo como foco o estudo de caso, também considera-se as colocações de Yin (2001,p.34), para quem o estudo de caso é destaque na pesquisa de avaliação. Yin considera que a situação mais importante é *explicar os vínculos causais em intervenções da vida real que são complexas demais para estratégias experimentais ou aquelas utilizadas em levantamentos*. Em segundo lugar aparece a situação de *descrever uma intervenção e o contexto da vida real em que ela ocorre*. A terceira é *ilustrar certos tópicos dentro de uma avaliação, outra vez de um modo descritivo*; a quarta é *explorar aquelas situações nas quais a intervenção que está sendo avaliada não apresenta um conjunto simples e claro de resultados* e, por último, para Yin o estudo de caso pode ser uma *meta-avaliação – o estudo de um estudo de avaliação*.

Os estudos de casos são desenvolvidos por meio de coleta de dados, utilizando-se uma das seguintes fontes: documentos, registros em arquivos, entrevistas, observação direta e artefatos físicos, sendo que a entrevista e a observação são as principais técnicas utilizadas.

A entrevista é considerada a técnica mais flexível de coleta de dados. Nela o investigador formula perguntas com o objetivo de obter dados que interessem à investigação.

Yin (2001p.112-113) mostra as seguintes formas de entrevistas:

- a) **Espontânea:** essa natureza das entrevistas permite que o pesquisador tanto indague respondentes-chave sobre os fatos de uma maneira, como também peça a opinião deles sobre determinados eventos e, nesse caso, o respondente assume um papel de informante.
- b) **Focal:** entrevistas realizadas em curto espaço de tempo, ainda consideradas espontâneas, porém o entrevistador segue um certo conjunto de perguntas feitas com base no protocolo de estudo de caso.
- c) **Levantamento formal:** entrevistas que exigem questões mais estruturadas, por meio de uma relação fixa de perguntas que são aplicadas, a todos os entrevistados, da mesma forma.

### 5.1.2 Protocolo

Como primeiro procedimento para captar de informações que pudessem levar ao problema deste trabalho, explicitado no início deste capítulo, foi dado início a uma pesquisa de revisão bibliográfica a fim de verificar as soluções que estão sendo adotadas para o financiamento de pequenas e médias empresas de base tecnológica em outros países. Facchin (2001, p.125) mostra que a pesquisa bibliográfica constitui no ato de ler, selecionar, fichar, organizar e arquivar tópicos de interesse para a pesquisa em pauta. Segundo esta autora, a pesquisa bibliográfica é a base para as demais pesquisas e pode-se dizer que é uma constante na vida de quem se propõe a estudar. É o primeiro passo de qualquer tipo de trabalho científico, podendo ser desenvolvida independentemente ou, então, com outras modalidades de pesquisas. Por isso esta investigação contou com textos acadêmicos, informação de periódicos, brochuras dos FMIEEs, materiais distribuídos em congressos da categoria e diversos endereços eletrônicos denominados como *sites*, que são considerados não tendenciosos e estão listados nas referências bibliográficas e fontes consultadas deste trabalho. A partir deste ponto estabeleceram-se os objetivos geral e específicos deste trabalho.

Conforme Yin (2001, p. 112), uma das mais importantes fontes de informações para um estudo de caso são as entrevistas. As entrevistas podem assumir formas diversas é muito comum que estas, para estudo de caso, sejam conduzidas de forma espontânea. A escolha da entrevista como técnica instrumental para coleta de dados necessários a um estudo de caso ocorreu em razão da busca da opinião dos atores envolvidos que, de certa forma, demonstram sentimentos de percepção humana intrínsecos que podem ser externados por meio dessa técnica.

A espontaneidade da condução das entrevistas baseou-se na afirmação supra de Yin (2001, p. 112), procedimento pelo qual foram usadas, na pesquisa que será relatada no Capítulo 6, entrevistas semi-estruturadas, suportadas por um roteiro não rígido, na busca de mais entendimentos sobre o *modus operandi* e da opinião dos elementos citados anteriormente. Segundo esse mesmo autor, um estudo de caso representa a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo “como” e “por que”, quando o pesquisador tem pouco controle sobre eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum texto da vida real. Buscou-se a opinião dos atores em relação à legislação e à influência da Instrução Normativa CVM 209/94 sob o seu *modus*

*operandi*. Trata-se de um instrumento de política pública voltado para impulsionar o capital de risco aplicável às PMEEs em vigor no Brasil e para o qual não se dispõe de muita informação e muito menos ainda de estudos que se preocupam em avaliá-lo. Toma-se a revelação de Yin (2001, p.114) para explicar tal escolha e procedimento: as entrevistas são uma fonte de evidências para o estudo de caso. Quando bem conduzidas, as entrevistas podem revelar interpretações importantes para uma determinada situação.

Alguns pontos fracos no uso da técnica de entrevistas são colocados por Yin (2001, p.108).

*visão tendenciosa devido a questões mal-elaboradas; respostas tendenciosas; ocorrem imprecisões devido a memória fraca do entrevistado; reflexibilidade – o entrevistado dá ao entrevistador o que ele quer ouvir.*

Durante as entrevistas foram observadas algumas deficiências, mas não puderam ser corrigidos a tempo, já que tal limitação estava em alguns dos respondentes/entrevistados.

Foi escolhido trabalhar com dois gestores de capital de risco, sendo um deles de um Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes vinculado à CVM 209/94 e outro de uma companhia de capital de risco não vinculada a esta regulamentação, ambos destinados às pequenas e médias empresas emergentes de base tecnológica e sediados no Estado de São Paulo e dois empreendedores com a mesma distinção. Estes também foram escolhidos pela pertinência de localização da pesquisadora e de seus pesquisados. A escolha desses atores está ligada à restrição de tempo que se tem ao entrevistar estes tipos de executivos, o que demanda um maior direcionamento da entrevista para se garantir a discussão de todos os pontos de interesse. Mesmo sendo poucos atores, acredita-se que eles possam expressar o que acontece com esta modalidade de apoio às empresas emergentes no Brasil, pois, independentemente da unidade da federação, há um arcabouço jurídico específico único para todos os Fundos, que é a Instrução Normativa 209/94. A inclusão de uma companhia de capital de risco independente objetivou ressaltar as diferenças entre essas duas fontes de capital de risco, de modo a evidenciar as vantagens e desvantagens dos Fundos criados por esta Instrução em relação aos objetivos a que ela se propõe.



### **5.1.3 Limitações do Método**

Por se tratar de um método de pesquisa baseado em estudo de caso, as conclusões resultantes do trabalho de campo não poderão ser generalizadas pela grande quantidade de elementos contingentes que cada situação específica apresenta. No entanto, será possível identificar, via opinião de atores consultados, os problemas que deram origem àquela pergunta: Por que ainda são poucos os FMIEEs? Dada a incipiência do assunto, o objetivo desta pesquisa foi identificar questões do tipo “como” e “por que” relacionados com a aplicação da Instrução CVM 209. Espera-se que os resultados da pesquisa, segundo o método proposto, esclareçam aspectos muito pouco tratados na literatura e que desta forma ampliem a base de conhecimentos que servirá de orientação para futuros estudos.

### **5.2 Limitações na execução do trabalho**

A autora também se deparou com alguns casos cujos respondentes somente se disponibilizariam as informações mediante à assinatura de um termo de confidencialidade por parte da pesquisadora e também da banca examinadora. Alguns destes documentos apresentavam cláusulas que poderiam levar a autora de uma pesquisa acadêmica aos tribunais. Diante desta situação, a amostra foi realizada com estes quatro respondentes que representam os dois tipos atores a que esta pesquisa propôs a buscar a opinião.

Percebeu-se que em questões ligadas à política e riscos cambiais os entrevistados mostraram-se tendenciosos a falar em partidos políticos, citando até um histórico que a autora desprezou, por não contribuir com os objetivos deste trabalho. Além disso, percebeu-se não ser possível o aprofundamento de determinadas questões que pudessem estabelecer qualquer comprometimento que envolvesse fatores confidenciais, pois os entrevistados, na qualidade de representantes máximos de suas companhias, deixaram claro não revelar tais questões. Estas questões são aquelas que determinam seus planos de negócios e estratégias de mercado e foram retiradas do roteiro.

### **5.3 Roteiro das Entrevistas**

Para realizar as entrevistas foi utilizado um roteiro, acrescentando-se novas perguntas sempre visando um aprofundamento das respostas. Com o uso de gravador, as entrevistas foram registradas podendo a autora deste trabalho estar atenta a formular novas questões e

também aprofundá-las. Segundo Yin (2001, p.114), o uso do gravador para registrar entrevistas é uma questão comum. Yin recomenda que não deve ser usado o gravador quando:

- a) o entrevistado não permite o seu uso ou sente-se desconfortável em sua presença;
- b) não há um planejamento claro para transcrever ou se escutar sistematicamente o conteúdo das fitas;
- c) o pesquisador é desajeitado com a aparelhagem mecânica de modo que o gravador pode causar distração durante a entrevista;
- d) ou o pesquisador acha que o gravador é uma maneira de substituir o ato de “ouvir” atentamente o entrevistado durante o curso da entrevista.

Com relação à recomendação de Yin, os entrevistados permitiram o uso do gravador e sentiram-se à vontade na presença dele. Após o término da entrevista a autora deste trabalho pediu um canal para possíveis contatos posteriores no caso de haver dúvidas quanto às informações. Todos os entrevistados colocaram-se à disposição para dirimir quaisquer dúvidas oriundas da entrevista. Para tanto foi utilizado o correio eletrônico e contatos telefônicos, posteriormente.

A transcrição das entrevistas se deu na íntegra, e foram de acordo com as categorias, formando os blocos de idéias para análise. O roteiro teve as perguntas básicas, agrupadas em categorias que facilitaram a análise do conteúdo, visando os dois tipos de atores: O Gestor e o Empreendedor.

## **GESTOR**

### **a) Levantamento das características específicas do Fundo de Capital de Risco**

Quando esse fundo foi criado?

Qual é o volume de capital disponível para investimento naquele fundo?

Qual é a proporção de participação em cada empresa investida?

Qual é o tempo exigido para a manutenção dos investimentos dos cotistas no fundo?

Quais são as preferências geográficas de operação do fundo?

Quais os valores médios de investimentos?

Qual é a forma de participação do fundo nas decisões. Quem decide? Como são tomadas as decisões?

Como os gestores são escolhidos?

Qual o tempo de permanência de um gestor no fundo (rotatividade)?

#### **b) Critérios de seleção**

Qual a proporção do Retorno esperado em cada investimento?

Quais são as preferências quanto ao tipo de atividade das empresas apoiadas?

Qual o tipo de empresa preferida start-up, ou num estágio de maior amadurecimento?

Existe alguma regra definida?

Quais os investimentos já realizados ?

Quais são as características gerenciais esperadas de um empreendedor?

Quais as características de mercado se deve ter para se investir naquela empresa?

Quais são as exigências para se controlar tal empresa?

Quais as alternativas e prazos de saída / desinvestimento que provavelmente serão usadas naquela empresa investida?

Quais as características ambientais (regulação pública, setor novo, quantidade de concorrentes e quem são os concorrentes)?

Qual o tipo de ajuda que o fundo propõe durante o investimento para reduzir o risco?

#### **c) Fatores Limitantes para Investimentos**

Entre tantos fatores, o que mais inibe investimentos no Brasil?

Quais as maiores dificuldades na realização dos negócios de Capital de Risco?

O que aumentaria a disposição do fundo em investir no país?

Quais as maiores dificuldades para formar novos fundos, além das existentes?

Quais são as exigências da CVM: Papelada, certidões, guias, formulários, etc.?

Qual o tempo gasto de início de entrada na CVM ao fim da confirmação do processo?

**d) Percepção de "Risco Brasil"**

Qual é a sua percepção em relação ao Risco político, cambial e econômico?

Qual é a sua avaliação da recente crise econômica: oportunidade ou risco?

**e) Legislação**

Qual a maior dificuldade encontrada na CVM 209/94?

Qual o favorecimento percebido na CVM 209/94?

Qual o grau de segurança que esta instrução oferece?

As exigências estão de acordo com a expectativa?

Oferece alguma facilidade no mecanismo de saída? Poderia oferecer?

Em relação a outros países, em que sentido poderíamos melhorar?

Existe alguma determinação das leis no exterior que poderíamos aproveitar no Brasil?

**PARA O EMPREENDEDOR****a) Levantamento das características específicas da empresa apoiada**

Quando sua empresa foi criada?

Como surgiu a idéia do empreendimento?

Quem são os sócios? Suas características profissionais, pessoais?

Como esta empresa está dividida em relação ao capital?

Como esta empresa está sendo gerenciada?

**b) Critérios de seleção**

Quais foram as principais exigências do fundo investidor?

Quais foram as mudanças exigidas e efetuadas para admissão ao fundo?

Qual foi a forma de contato?

Qual foi o tempo do primeiro contato até a consolidação do investimento? Houve alguma ajuda para conseguir investidor?

**c) Fatores Limitantes para Investimentos**

Quais as maiores dificuldades encontradas para conseguir um investidor?

**d) Critérios de Relacionamento**

Quais os benefícios percebidos em ter um parceiro financeiro?

Como é o apoio gerencial por parte do gestor?

Como é o controle por parte do gestor?

Como você se vê ao estar ao lado de um sócio capitalista administrando sua idéia?

**e) Legislação**

Houve alguma dificuldade ou teve alguma experiência com em relação à CVM 209/94?

Se aplicável a pergunta anterior, então:

Qual o favorecimento percebido na CVM 209/94?

Qual o grau de segurança que esta instrução oferece a sua empresa?

As exigências estão de acordo com a expectativa?

Oferece alguma facilidade no mecanismo de saída? Poderia oferecer?

Em relação a outros países, em que sentido poderíamos melhorar para beneficiarmos as empresas?

Existe alguma determinação das leis no exterior que poderíamos aproveitar no Brasil?

#### **5.4 Análise das Informações**

A análise das informações coletadas nas entrevistas deu-se após todas as dúvidas terem sido resolvidas por meio de telefonemas e correios eletrônicos como acima mencionado. A transcrição deu-se na íntegra para só então se poder separar as categorias, confrontando um Gestor de Fundo Mútuo, isto é, sob a égide da Instrução Normativa 209/94 (Fundo Fire) e o Gestor de uma companhia independente (a Votorantim Ventures). O mesmo sistema foi realizado com o empreendedor apoiado pelo fundo (Latina S/A) e o empreendedor apoiado pela companhia independente (a Anfreixo S/A). Para cada categoria teceram-se comentários que mostram ao leitor a contraposição ou a concordância destes elementos. Durante a análise das informações, alguns quadros foram incluídos para melhor entendimento da realidade ora explanada.

## **CAPÍTULO 6 - A PESQUISA SOB A ÓTICA DOS ATORES DO CAPITAL DE RISCO**

---

Esta pesquisa buscou saber a opinião dos atores que compõem o capital de risco e para isso focou apenas nos elementos centrais. Os nomes dos atores foram divulgados visto que estes não colocaram nenhuma objeção colaborar com um trabalho que tem objetivo exclusivamente acadêmico. Os resultados desta pesquisa serão apresentados de maneira categorizada. Este procedimento permitiu uma análise da ótica dos gestores e das empresas que receberam aporte de capital de risco. Tais comentários serviram para esclarecer detalhes de percepções das pessoas entrevistadas. Como já colocado no Capítulo 5, as entrevistas foram preparadas com características semi-estruturadas, permitindo aos entrevistados agregar informações ou até mesmo excluí-las. Esta proposta foi feita para poder deixá-los à vontade e não expor suas companhias em questões sensíveis de confidencialidade.

Trata-se de uma pesquisa exploratória pela qual buscaram-se subsídios na literatura que pudessem suportar a exploração em campo dentro de um estudo de caso. Algumas contradições em relação ao que revela a literatura serão comentadas nas seções que se seguem.

Como explanado no capítulo supra, as organizações de capital de risco foram escolhidas pela disponibilidade que apresentaram. A escolha dos elementos para entrevista deste trabalho deu-se por meio da CVM, que mantém um *site* com os Fundos e seus respectivos contatos. Como o número de Fundos ainda é reduzido, e na época eram somente 11, a partir desses dados foi elaborada uma lista daqueles situados em maior proximidade da autora deste trabalho, isto é, no Estado de São Paulo. Daqueles contatados, somente o Fire-Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes Brasil Private Consultoria e Participações Ltda., localizado na Av. Paulista, 949 – 16º andar, São Paulo - Capital e outro, o *Stratus Investimentos*, localizado na Rua Funchal, 129 - 13º andar - São Paulo, SP – Brasil se disponibilizaram a participar deste trabalho. Porém, o Fundo *Stratus* ainda não estava operando a modalidade de capital de risco no Brasil. Dada essa situação, o Fundo Fire foi eleito. Nesse mesmo contato, a autora deste trabalho explicou ao gestor do Fundo Fire a

necessidade de entrevistar as empresas apoiadas por este Fundo. O Fire indicou apenas a Latina S/A, empresa localizada na Av. Getúlio Vargas, 1690 na cidade de São Carlos, Estado de São Paulo.

Para buscar as empresas de capital de risco independentes, isto é, que não se submetem à Instrução CVM 209/94, a autora deste trabalho, em contato com a *Stratus* Investimentos, conseguiu indicações como a Votorantim Ventures, Advent International, Eccelera, GP Investimentos e outras. Porém, a maioria estava realizando operações mais voltadas ao Private Equity. Mesmo assim, das companhias contatadas, somente a Votorantim Ventures, localizada à Rua Funchal, 263 - 15º andar, São Paulo – SP se disponibilizou participar e indicou também a Anfreixo S/A, que está localizada na Av. Paulista, 2.439, 1º andar São Paulo – Capital, como sua empresa apoiada.

### **6.1 Organizações de Capital de Risco**

O Fire Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes Brasil Private Consultoria e Participações Ltda. é uma organização de capital de risco, criada sob a égide da CVM 209/94. Suas negociações começaram com um único cotista: o BNDES e ainda se mantém único. Sua atividade de operação teve início em janeiro de 2000. É um fundo de R\$ 50 milhões. Herdou da carteira do BNDESPar seis empresas e um volume aproximado de R\$ 20 milhões. O Fire - Fundo Mútuo de Investimentos revela que o fundo tem um regulamento que estabelece um limite de aplicação de capital de até 49% do capital das empresas que participa. O acordo com o cotista, o único investidor (BNDES), é de participar até 30% do capital das empresas, de modo que a participação do FMIEE varia entre 15% a 30%.

A Votorantim Ventures S/A é uma companhia de capital de risco que atua com um portfólio voltado à ciência da vida, *softwares* e comunicações, como se vê no Quadro 6.1. É tida como uma companhia multisetorial de capital de risco do Grupo Votorantim e dispõe de R\$ 300 milhões de recursos totais para investir em empresas que fazem inovação tecnológica.

A Votorantim revela não haver qualquer acordo de porcentagem de participação e ainda afirma não existir uma determinada regra que estabeleça máximos e mínimos de investimentos em cada área. Procura balancear seus investimentos de modo a prover menores riscos ao capital empregado. Isto mostra uma diferença entre estes dois tipos de organizações

de risco: enquanto os FMIEEs estão limitados à participação minoritária, uma companhia independente tem maior flexibilidade na aplicação de seus recursos, podendo inclusive alcançar uma posição majoritária na empresa apoiada. De um modo geral, a literatura analisada mostra que as aplicações de risco geralmente são minoritárias principalmente quando estimuladas com algum apoio governamental. Sob esse aspecto, os FMIEEs seguem a experiência consolidada internacional.

**QUADRO 6.1 Setores Prioritários da Votorantim Ventures para Investimentos**

Comunicações	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Infra-estrutura de banda larga</li> <li>• Infra-estrutura de banda larga sem fio</li> <li>• Serviços de transmissão de dados</li> <li>• Mídia</li> </ul>
Tecnologia da Informação	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Software</i></li> <li>• Serviços de TI</li> </ul>
Ciências da Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Biotecnologia</li> <li>• Serviços de Saúde</li> <li>• Produtos de Saúde Equipamentos</li> </ul>

*Fonte: Entrevista com Arthur Ribeiro- Diretor Executivo em julho/2002  
disponível <http://www.votorantimventures.com.br/>*

#### **6.1.1 Tempo exigido para a manutenção dos investimentos**

Para o Fire Fundo Mútuo de Investimentos, o tempo estabelecido para os FMIEEs é de até 10 anos, atendendo a Instrução 209/94, entre o início da operação, com a entrada do investimento e a sua efetiva liquidação. Normalmente calculam um prazo médio de atuação em uma empresa cerca de 5 anos a 7 anos, em termos de retornos, mas consideram que aquele que investe em um fundo de capital de risco deve ter em mente um retorno somente após 10 anos.

A CVM 209/94, em seu artigo 2º, estabelece que o Fundo tem um prazo de vigência de até 10 anos e em seu Parágrafo Único permite a prorrogação por até mais 5 anos. Logo, os FMIEEs teriam este espaço de tempo para investir, prosperar e se findar. Já a Votorantim Ventures não se submete a estes limites por não ser um fundo com características de um condomínio, no entanto, seu tempo de retorno em investimentos de empresas inovadoras está também projetado para dentro de sete anos. Nos projetos de maior risco, essa projeção sobe para 10 anos, quando se pretende fazer a saída. Esta projeção da Votorantim Ventures baseia-se exclusivamente em respostas prováveis de mercado. As semelhanças dos prazos



entre essas duas organizações é mera coincidência. Os investimentos na área de ciências da vida normalmente apresentam prazos longos, de 10 anos ou mais; já em relação a *softwares*, os prazos são menores. No caso da Votorantim Ventures não há limites de prazo, a não ser o da própria maturação do investimento. Ou seja, com respeito ao prazo, ela tem uma liberdade maior comparada aos Fundos. Esta é outra diferença entre as duas formas de capital de risco.

### **6.1.2 Atuação Geográfica de Investimentos**

O Fire Fundo Mútuo de Investimentos, sediado na cidade de São Paulo, investiu em empresas no Estado de São Paulo, Rio de Janeiro, Distrito Federal e Rio Grande do Sul (um fundo setorial). O gestor deste Fundo não vê problemas de acesso a estes Estados quando necessário se fizer à presença dele.

A Votorantim Ventures também não tem preferências ou limitações de áreas geográficas para operar. Afirma, inclusive, que 10% (dez por cento) desse valor (R\$ 300 milhões) será voltado para investimento em capital de risco de outros países, principalmente nos Estados Unidos. Quanto a este aspecto a Votorantim Ventures, sendo uma companhia independente, não tem limitações quanto à área geográfica, podendo inclusive investir no exterior. Já o Fire deve se ater exclusivamente no território brasileiro, pois, como estabelece a Instrução Normativa CVM 209/94, é vedado investir em nome do Fundo no exterior (art. 38, VI).

### **6.1.3 Valores Médios de Investimentos**

No Fire Fundo Mútuo de Investimentos, segundo consta de seu estatuto, considerando as aplicações já realizadas, observa-se um valor médio em torno de R\$ 4 milhões.

A Votorantim por sua vez, não estabelece nenhum limite de investimento e nem tampouco existem valores médios estipulados. O que conta são os projetos e suas necessidades de aporte. Dos R\$ 300 milhões disponíveis à aplicação, R\$ 60 milhões já estão aplicados em empresas emergentes.

Aqui também se nota que o FMIEE se submete a regras bastante definidas em relação aos valores para efeito de investimentos, enquanto a companhia de capital de risco independente atua de forma mais livre e, portanto, pode investir maiores quantidades de

recursos. Os valores menores para os Fundos se devem também pelo fato de que sua participação é minoritária, conforme já apresentado anteriormente.

#### **6.1.4 Decisões Estratégicas**

Para se trabalhar com a empresa já apoiada no tocante às decisões estratégicas, o Fire Fundo Mútuo de Investimentos tem um comitê formado por dois representantes dos gestores do Fundo, dois representantes dos empreendedores e um voto “minerva”, como explica um gestor entrevistado. Quando se trata de investimentos novos ou adicionais, os administradores preparam um relatório de análise daquele investimento, e então é submetido ao comitê de investimento para a decisão final que é a do investidor, no caso o BNDES.

Já a composição da Votorantim Ventures é formada por um Diretor Presidente, dois Diretores Executivos, dois Analistas Seniores e três Analistas de Investimentos. Todos estão envolvidos no cenário das análises dos negócios, fazem pesquisas sobre a viabilidade de novos projetos e ou investimentos adicionais em empresas já apoiadas e trazem em seus resultados uma decisão quase conclusiva. Finalmente passa-se para o conselho a decisão final. O conselho é composto pelos acionistas do fundo de capital de risco, a família Ermírio de Moraes.

Nota-se que as decisões estratégicas de investimentos, novos ou adicionais, tanto por parte da Votorantim como do Fire, têm a mesma sistemática. Os investidores são as pessoas que decidem em aportar capital para um projeto. Também se nota, que quando se tomam decisões administrativas de importância estratégica, os gestores do Fire e a Diretoria da Votorantim o fazem junto de seus empreendedores.

#### **6.1.5 Escolha dos Administradores**

Segundo o Fundo Fire, no processo normal de formação de um Fundo de capital de risco, é mais comum os gestores buscarem capital do que os capitalistas procurarem gestores. Isso é uma prática normal nos Fundos desse tipo. A Votorantim Ventures tem em sua composição um Diretor Executivo-Chief Technology Officer, Fernando Reinach, que é um dos fundadores da .comDominio, uma empresa que oferece serviços de *data center*, fundada em 1999. Este executivo é também fundador da Genomic Engenharia Molecular, um

dos primeiros laboratórios a realizar testes de paternidade no Brasil. Foi fundador e coordenador do Projeto Genoma brasileiro, uma iniciativa de diversas instituições voltadas para o seqüenciamento dos genomas das bactérias *Xilella Fastidiosa* e *Xanthomonas citri*. O contato de Dr. Fernando com a Votorantim Ventures aconteceu por meio da .comDomínio. Foi o Dr. Fernando que trouxe os contatos e a idéia dos investimentos em biotecnologia para a Votorantim Ventures. A equipe foi formada com recursos humanos capacitados para o tipo de negócio.

Nota-se que existem Fundos de capital de risco formados por grandes bancos e empresas, como por exemplo: Chase, Bank of América, e a própria Votorantim Ventures, dentre outras que têm o capital próprio. Quando decidem investir em capital de risco, contratam gestores, assim como se contratam funcionários para a operação de um determinado banco. Já os Fundos têm sido formulados pelos que serão seus gestores. Enfim, o que percebemos é que a formação de um Fundo parte de uma pessoa (gestor) atrás de capital a ser administrado, enquanto uma companhia de capital de risco independente da parte do capital para buscar pessoas (gestores) que a administrem.

#### **6.1.6 Critérios de Seleção**

O Fundo Fire não tem preferência por algum setor específico. Apenas toma como principal critério os setores que apresentem crescimento; não faz investimentos para manutenção das empresas ou para investimentos em ativos e sim para aqueles setores que se mostram promissores.

O Fire acredita que um bom plano tem o dever de avaliar o mercado como um todo, e isso faz parte da característica normal de qualquer análise de investimentos. Não existe, portanto, um modelo exigido. De acordo com o Fire, o plano de negócios é o instrumento que o empreendedor tem para convencer o fundo sobre realizar um aporte de capital para sua empresa, mostrando em qual o setor que vai atuar, os tipos de concorrência a enfrentar, viabilidades naturais do negócio e outras considerações. A partir disso acontece o mapeamento do setor onde a empresa atua.

No entanto, por parte da Votorantim Ventures, vê-se uma expressa tendência para as empresas voltadas à Ciência da Vida, Tecnologia da Informação e Comunicações. Percebe-se que, no caso da Votorantim, grande parte da sua tendência justifica-se pelo seu Executivo, de

formação científica em áreas de tecnologia. Poderia-se entender que a escolha de novos projetos pode coincidir com a formação das pessoas que administram o capital, porém verifica-se que outros Fundos e companhias de capital de risco independentes, nos quais foram procuradas informações adicionais, contam com analistas que são especialistas em determinadas áreas de interesse daquele fundo ou companhia e estudam viabilidades do mercado, recomendando a escolha de projetos exeqüíveis.

A Votorantim Ventures acredita que o mercado de investimentos no Brasil ainda se encontra em seus estágios iniciais e está misturado com investimentos de *private equity* e não existe concorrência entre os Fundos. Existem cerca de 40 Fundos deste tipo no Brasil, entre *private equity* e capital de risco, mas o mercado é tão principiante que a Votorantim Ventures acha difícil falar em concorrência. Por outro lado, nos negócios em que investe, cada um tem sua própria característica e depende de uma análise apurada para saber se há concorrência ou se iniciou um setor novo.

#### **6.1.7 Proporção do retorno esperado em cada investimento**

O Fire-Fundo Mútuo de Investimentos espera um retorno acima de 25% aa. Essa taxa de 25% a.a. se deve ao fato de que no Brasil a taxa de atratividade não pode ser inferior às estabelecidas pelo governo, que nesse ano de 2002 esteve entre 19% a 18%. No caso do Brasil, onde a taxa de juros é extremamente elevada, o Fire busca investimentos de risco de longo prazo que dêem retornos esperados significativamente maiores do que aqueles retornos que podem ser alcançados em investimentos no mercado normal de capitais. A base deste investimento está ligada ao plano de negócios que deve apresentar uma perspectiva deste nível.

A Votorantim Ventures também se posiciona esperando retorno de um projeto bem sucedido na ordem de 30% ao ano, bem acima de um CDB, e ainda afirma que parte destes projetos pode não dar certo. É nesse momento que há a compensação de um alto retorno sobre o investimento em relação àquele que não alcançou sucesso. Porém, todos os projetos são analisados separadamente, com taxas de retorno diferentes. Em palavras do entrevistado: *não temos um retorno-alvo para todo o portfólio.*

O Fundo Fire e a Votorantim esperam retornos satisfatórios, mas estão preparados para receber retornos insatisfatórios ou até perder tudo. Essa é a lógica da aplicação de capital de risco. Altos retornos de alguns compensam baixos retornos de outros. Essa é uma

maneira de lidar com a incerteza típica dos investimentos de base tecnológica. Daí a importância da diversificação da carteira das empresas apoiadas, como será visto na próxima seção.

#### 6.1.8 Preferências quanto ao estágio das empresas apoiadas

O Fundo Fire afirma que a preferência pelo estágio da empresa que recebe o aporte financeiro depende muito do portfólio do Fundo. Este Fundo tem 10 empresas investidas, conforme mostra o Quadro 5.2. A Autotrak é uma empresa que já mostrou um crescimento satisfatório e a Armco Staco, embora de um setor maduro, metalurgia pesada, apresenta um crescimento superior do seu setor. A Latina, que será apresentada com mais detalhes oportunamente, também apresenta um crescimento expressivo. A Getec já apresenta um faturamento de quase R\$ 100 milhões, algo expressivo para uma empresa emergente. A Open Commerce começou suas operações no ano passado, podendo ser considerada uma *start up*, cujas perspectivas são elevadas em face da expansão do setor de automação de pequenos varejos. A Metalciclo é a única que a atividade não deu certo e o Fire está tentando recuperar o capital investido. As demais empresas citadas no Quadro 6.2 não disponibilizaram informações.

O Fundo Fire de Investimentos explica que quando começou a montar o seu portfólio já tinha 2 ou 3 empresas em processo inicial, as *start ups*, e outras num estágio mais amadurecido. Afirmou-se ser muito mais arriscado investir em empresas nascentes no Brasil do que naquelas que já tenham alguma eficiência comprovada para se investir. Por outro lado, nota-se que o Fundo prefere investir em *start ups* por causa do elevado grau de informalidade no Brasil, porque são empresas limpas, que não contêm passivo fiscal, pois existem empresas que se encontram com passivo exagerado por causa desta informalidade.

Quanto à Votorantim Ventures, os investimentos aportados nas empresas listadas no Quadro 6.3 foram em empresas inexistentes, apostando na “boa idéia”, pois para eles capital de risco refere-se somente a investimentos em *start ups* ou empresas recém criadas. Nota-se neste portfólio a tendência pela ciência da vida, telecomunicações e *softwares*, já supra apresentado na Seção 6.1.6 - Critérios de Seleção. Conforme afirmação do entrevistado da Votorantim Ventures:

*quando falamos de investimentos em empresas com maior estágio de amadurecimento estamos falando de private equity. Portanto o foco*

*aqui é empresa pequena (ou inexistente) com grande potencial de crescimento.*

**QUADRO 6.2 – Empresas apoiadas pelo Fundo Fire**

EMPRESAS	RAMO EM QUE ATUA
AUTOTRAC	Monitoramento de veículos via satélite, o fundo é sócio do famoso Nelson Piquet, que é o acionista controlador dessa empresa, sediada em Brasília.
ARMCO STACO	Metalúrgica que produz defesas metálicas para rodovias, chamados <i>guard rails</i> , tubolões também em rodovias no processo de drenagem das rodovias, torres de telecomunicações e eletrificação
CBE CIA BRAS. ESTERILIZAÇÃO	Presta serviços de esterilização em raio gama, usado em hospitais e também em alimentos.
LATINA *	Empresa que faz a linha branca de secadoras e lavadoras, eletrodomésticos para as classes C e D, chamados tanquinhos.
GETEC	Empresa química, localizada em São Gonçalo – RJ, produz Sorbitol, Manitol, produtos derivados do açúcar e produtos dietéticos. Fatura quase 100 milhões – essa era do BNDESPar.
OPEN COMMERCE	Empresa que presta serviços de automação de pequeno varejo, padarias, lojas, automatização e <i>software</i> de automação.
PADRON	Fabrica cartões plásticos. Não são serviços, mas manufatura de cartões. Está localizada no Rio Grande do Sul.
MR CLEAN	Nome fantasia, na verdade chama-se K2. São lavanderias industriais, principalmente para os hotéis. Presta serviços para grandes hotéis.
METALCRAFT	Localiza-se no Paraná. Faz produtos para a indústria automobilística, como pequenas peças de metal fundidas, de precisão. Produz também eletrodomésticos.
METALCICLO	Empresa de reciclagem de lata de alumínio, que prensa o material e entrega à Alcan, que faz a reciclagem e o transforma novamente em alumínio. Está com as operações paralisadas, pois tiveram problemas, principalmente de gestão. Neste momento podem dizer que a atividade não deu certo e tenta-se recuperar o capital investido. Está sediada em Pindamonhaga.

\* Empresa participante desta pesquisa

Fonte: Informações coletadas diretamente durante entrevista com o Gestor do Fundo Fire

Nesta afirmação da Votorantim Ventures percebe-se uma contradição com as etapas apresentadas pela Endeavor apresentada no Capítulo 3, seção 3.1, cujo estágio de start up é tido quando a empresa começa a implementar suas operações e o estágio da “boa idéia” que se refere o entrevistado, trata-se do seed money ou capital semente cujo empreendedor precisa desenvolver o modelo do negócio. Vale lembrar também que, o capital de risco pode também investir em empresas que já estão com suas operações formadas, porém recorrerem ao capital de risco para expandir-se e crescer muito mais. É compreensível que o private equity atue em empresas com maior grau de amadurecimento, mas também há casos em que o capital de risco é requisitado para tal operação.

Vale lembrar neste trabalho que muitas empresas podem não mais ser *start ups* e ainda estar dentro do limite imposto pela CVM 209/94, em seu artigo 1º, § 1º, caracterizando-se, portanto, uma empresa emergente.

#### 6.1.9 Características gerenciais esperadas de um Empreendedor

Para o Fundo Fire, a característica gerencial esperada do empreendedor é a de saber fazer gestão profissional, de modo que haja uma contabilidade adequada, recursos humanos organizados, finanças da empresa bem controladas, planos de negócios, ou seja, o orçamento adequado da empresa. Em palavras do entrevistado:

*os principais problemas de investimento de risco no Brasil, basicamente eu diria que é a gestão, gestão e gestão. A incapacidade gerencial realmente é um grande problema. Devemos separar um pouco, temos grandes empreendedores e fracos gerentes.*

**Quadro 6.3 – Empresas apoiadas pela Votorantim Ventures**

EMPRESAS INVESTIDAS	RAMO EM QUE ATUAM
<b>ESTRUTURA.NET</b>	É um B2B Marketplace para a indústria de construção civil, integrando fornecedores e os seus clientes.
<b>OPTIGLOBE</b>	É uma empresa que oferece serviços de <i>data center</i> , com atuação na América Latina.
<b>ALELLYX</b>	É uma empresa de agro-biotecnologia focada no aumento da produtividade, da competitividade e da qualidade de produtos agro-industriais.
<b>TELEFUTURA</b>	É um <i>contact center</i> que presta serviços customizados de CRM, SAC, <i>costumer care</i> , venda de serviços e produtos, cobrança, <i>help desk</i> e outros.
<b>ANFREIXO*</b>	É um distribuidor industrial de itens de Manutenção, Reparos e Operações - MRO, que fornece ao mercado brasileiro uma solução única e diferenciada, com mais de 200 mil itens em seu catálogo eletrônico, das marcas mais conceituadas.
<b>SCYLLA</b>	É uma empresa de Bioinformática responsável pela transformação dos dados gerados pelo mapeamento do código genético em conhecimento. A empresa desenvolve uma série de serviços e ferramentas em <i>software</i> para institutos de pesquisas, indústrias farmacêuticas, centros de desenvolvimento agrícola e outros setores que utilizam informações genômicas.
<b>QUADREM</b>	É um portal de <i>e-procurement</i> global para a indústria de mineração e metalurgia.
<b>COMDOMÍNIO</b>	É uma empresa que oferece serviços de <i>data center</i> com foco de atuação no Brasil.

*Empresa participante desta pesquisa*

Fonte: Adaptado de <<http://www.votorantimventures.com.br>>

Para o Fundo Fire não basta ser um bom empreendedor. O dono do empreendimento tem que saber sobre o mercado em que atua, saber vender, entender os clientes, ter capacidade gerencial, lidar com recursos humanos, praticar uma contabilidade adequada, seguir a legislação tributária, enfim, ser de fato uma empresa organizada. Segundo o Fire, no Brasil isso é realmente raro. Esta afirmação do Fundo Fire está em contradição com a literatura levantada<sup>12</sup>, pois é sabido que os gestores de Fundo de capital de risco deveriam fazer a parte que o empreendedor não sabe fazer, justamente a gestão, pois se o empreendedor está preparado tecnicamente sobre um produto inovador, por outro lado falta-lhe a visão estratégica-comercial que o Fundo tem e deve prever ao empreendedor para minimizar os riscos do empreendimento. Embora afirme normalmente participar e ajudar a empresa a ter uma organização formal, ter um conselho de administração e escolher o principal executivo da empresa, mesmo ocupando uma posição minoritária, o Fundo espera que a gestão executiva seja feita pelo empreendedor. A afirmação de que bons projetos deixem de receber aporte pelo fato de o empreendedor não saber fazer gestão não corresponde às práticas dos investidores institucionais de risco, pois não inclui a capacidade gerencial do empreendedor criador da idéia a ser apoiada. Será o motivo da escolha minuciosa do projeto que receberá o aporte financeiro.

Para a Votorantim Ventures o empreendedor tem que apresentar criatividade, conhecimento do mercado/produto e sobretudo profissionalismo. Tudo isso é detectado durante as entrevistas, foruns e nas apresentações dos planos de negócios. Enfim, estar preparado para os anseios da Governança Corporativa, pois, no momento do desinvestimento, este será um ponto crucial de negociação para os Fundos e companhias de capital de risco, bem como para aqueles que assumirem o comando da companhia já amadurecida, como veremos a seguir.

#### **6.1.10 Características e exigências para se investir em uma empresa**

Para o fundo Fire, as exigências para se monitorar uma empresa são basicamente ter conselho de administração, reuniões formais, plano de negócios, orçamento, contabilidade rigorosamente em dia, com balancetes mensais, análises e comparações para 5 anos e que todas essas informações estejam disponíveis para os gestores. Segundo o entrevistado:

<sup>12</sup> ver capítulo 3 seção 3.1 "Um dos principais desafios desse ciclo de investimentos é fazer com que a comunidade investidora ofereça aos empreendedores não apenas os recursos financeiros, mas também algum tipo de suporte gerencial ao empreendedor para aumentar as chances de sucesso do empreendimento".



*não há dificuldade para se conseguir estas informações. O nosso Fundo basicamente foi criado para poder aprofundar a questão de monitoramento, ou seja ajudar as empresas a ter a chamada Governança Corporativa adequada, que é ter a sua organização formal, relação com os clientes e mercado adequado, quer dizer preparar a empresa para um dia ter o seu capital aberto e ter acionistas institucionais, como Fundos de Pensão que precisam ter uma segurança dos demonstrativos financeiros e precisam ter uma gestão.*

A partir do momento que passa a ser sócio da empresa, o Fundo Fire influencia fortemente na administração estratégica da empresa, visando sempre aumentar o valor desta e melhorar o seu nível de gestão, no intuito de reduzir o risco da empresa. A qualidade da gestão da empresa é significativamente aumentada com a participação do fundo. O Fire é um fundo de capital de risco, que atua na gestão das empresas adicionando valor e diminuindo o risco.

Já a Votorantim Ventures adotou um modelo gerencial específico. Reconhece que as empresas que foram controladas obtiveram maior sucesso. Desta forma sempre colocou o modelo de controle como preferencial para investimentos. Nota-se que tanto os Fundos como as companhias de capital de risco são responsáveis não somente pelo aporte financeiro, mas também recebem a incumbência de prover a educação contábil, de mercado e também de ética. Percebe-se, pois, que são estas empresas as mais valorizadas em bolsas e trata-se de uma prática saudável para aqueles que aportaram capital e esperam altos retornos, como é o caso do capital de risco.

A Votorantim Ventures afirma depender muito do tipo de investimento, variando de um para o outro.

Como já colocado anteriormente, a atuação de gestores no desempenho das empresas apoiadas é tratar da educação contábil, de mercado e ética produzindo e fixando a valorização da empresa. É do interesse dos apoiadores, seja um Fundo ou uma companhia de capital de risco independente, não somente a redução ou eliminação de risco, mas a valorização da própria empresa que está sendo apoiada.

#### **6.1.11 Alternativas e prazos de saída/desinvestimentos prováveis**

Para o fundo Fire, calcula-se que o prazo médio de saída é de 5 anos. A saída de um investimento é o principal problema do investidor de capital de risco, especialmente num

país que tem um mercado de capitais ainda incipiente para operações de empresas emergentes. Segundo o fundo Fire, quando se fala em investimentos de capital de risco, nos EUA e na Europa, sempre se pensa na saída por meio das bolsas de valores. De acordo com o Fundo Fire o Brasil, no mercado de capitais, ainda está muito incipiente e as saídas são somente pela venda para outros investidores institucionais. Como o Fundo Fire é recente, não existe nenhum caso registrado para relatar sobre o desinvestimento.

Seu acordo com acionistas sempre prevê a saída dos gestores junto com os empresários: *se o empresário vender o controle, vamos sair junto com eles*, afirma o gestor entrevistado. Eles sempre prevêem cláusulas de obrigatoriedade de abertura de capital após 4 a 5 anos da entrada do fundo Fire na empresa.

A Votorantim Ventures, diferentemente da maioria dos demais Fundos de Venture, não trabalha com prazo de saída. A saída ocorrerá diante de dois fatores: (i) a Venture julgar que o investimento já chegou na maturidade e (ii) a existência de um possível comprador. Sem estas duas condições, não haverá o desinvestimento. Desta forma a Votorantim trabalha com um prazo provavelmente maior, mas seguramente mais flexível que os demais Fundos.

#### **6.1.12 Fatores inibidores de investimentos no Brasil**

Do ponto de vista do Fire, o que mais inibe investimentos no Brasil é o elevado grau de informalidade existente na economia brasileira. O Fundo Fire acredita que a principal causa da informalidade seja a elevada complicação tributária no Brasil.

Com a informalidade há sonegações de vários tipos e também dois tipos de contabilidade: uma registra a realidade e a outra registra todos os passivos fiscais que possam existir. Conseqüentemente, o Fire afirma que o investidor de capital de risco, quando entra numa empresa, não tem claramente a situação dela, tendo em vista todas essas práticas de informalidades existentes. Para o Fundo Fire, a informalidade é um grande fator que impede o crescimento dos investimentos de capital de risco. Em opinião expressa de modo enfático por um membro do Fundo Fire:

*A rigor a informalidade passa competir com o capital de risco, pois uma empresa deixando de pagar impostos gera recursos para o seu próprio crescimento. Uma contenção direta. Muitos empresários consideram mais barato, mais conveniente sonegar impostos, conseqüentemente ter recursos para o seu crescimento do que pegar um financiamento de longo prazo ou de ter um sócio investidor de*

*risco. Não tenho a menor dúvida que a informalidade inibe o capital de risco.*

Esta questão foi amplamente discutida com diversos outros agentes de capital de risco durante esta pesquisa, tais como Stratus Investimentos e SPTECsp, e nota-se que o Poder Público poderia tomar algumas medidas de incentivo ao capital de risco no Brasil, as quais fariam com que muitos problemas de sonegação fossem resolvidos, pois as empresas que buscam aporte financeiro sentiriam-se motivadas a ter suas finanças totalmente reguladas, a ganhar espaço no mercado e reconhecimento. Como já comentado neste trabalho, a valorização nas bolsas de valores também se dá pelo valor de sustentação adquirida. Numa empresa com passivos ou caixas clandestinos, não pode ser negociada e nem tampouco cogitada alguma vantagem para os novos proprietários. Simplesmente não há negócio, segundo um entrevistado.

O Fire acredita que, fundamentalmente, uma reforma tributária aumentaria a disposição do fundo em investir mais, ou seja, dispor de uma estabilidade maior dos negócios e com isso investir mais na capacidade gerencial das empresas.

Os empreendedores e os gerentes poderiam utilizar os mecanismos e instrumentos adequados para gerar lucros ou valor nas empresas, ao invés de evitar pagar os impostos, que é a maior preocupação do empresário brasileiro. Se fosse possível ter balanços confiáveis e demonstrações financeiras adequadas para os analistas do mercado de capitais, mais investidores estariam dispostos a investir.

Já Votorantim Ventures afirma que o que mais inibe investimentos no Brasil é a dependência externa - isso gera volatilidade e incertezas nos indicadores da economia. As incertezas às quais se refere o entrevistado da Votorantim são de natureza macroeconômicas, que tendem a inibir investimentos de longo prazo.

A Votorantim Ventures revela a seguir a mesma postura do Grupo Votorantim a que pertence: otimismo e confiança no Brasil, com isso a estabilidade e o crescimento da economia seriam bons catalisadores para aumentar os investimentos de Fundos de capital de risco.

### 6.1.13 Maiores dificuldades para formar novos Fundos

Para o Fundo Fire não existe nenhuma dificuldade em constituir Fundos. O Fundo Fire revela que, embora muitos não acreditem, existe dinheiro demais no país. O que faltam são bons projetos. Faltam empresas que possam estar preparadas para receber recursos e o aporte institucional correto. Para o Fire,

*não há falta de recursos para capital de risco no Brasil. O empresário pode até dizer que não encontra Fundos dispostos para investir em sua empresa. Mas se forem feitas todas as análises de balanço desta empresa, ela pode estar totalmente deturpada, sem nenhuma organização para receber dinheiro de Fundos.*

Esta questão não é pertinente à Votorantim Ventures, que embora se considere um “Fundo setorial”, opera com capital próprio para setores específicos da economia.

Nota-se que empreendedorismo não é suficiente para se conseguir aporte financeiro. Os gestores de capital de risco, sejam de Fundos ou de companhias independentes, precisam estar seguros de que o projeto é promissor. Neste caso, uma incubadora tecnológica poderia ser o caminho para novos empreendedores conseguirem espaço no mercado. Desenvolveriam seus projetos e receberiam suporte gerencial para tal. As incubadoras vêm exercendo um papel fundamental para o empreendedorismo. De acordo com Sérgio Wigberto Risola, Gerente Geral do Centro Incubador de Empresas Tecnológicas – CIETEC<sup>13</sup> - *é uma base instalada de empresas onde são desenvolvidos projetos de base tecnológica, promovendo a agregação de insumos tecnológicos para que o país possa se desenvolver. Sua principal diferença, em relação ao mercado que conhecemos, reside nas vantagens que são oferecidas aos novos empreendimentos, proporcionando-lhes parcerias estratégicas que lhes garantam um crescimento, como por exemplo, fornecem assistência gerencial para as empresas de base tecnológica e com isso asseguram a sobrevivência destas empresas, num mecanismo de estímulo a sua criação e desenvolvimento. Elas se responsabilizam por abrigar empresas cujos produtos, processos ou serviços são gerados a partir de resultados de pesquisas aplicadas, e a tecnologia representa alto valor agregado. Assim, o objetivo geral das incubadoras é acelerar o processo de criação de micros, pequenas e médias empresas caracterizadas pela inovação e pelo elevado conteúdo tecnológico de seus produtos, processos e serviços, bem como pela utilização de modernos*

<sup>13</sup> O Cietec foi criado em abril de 98 por um convênio entre a Secretaria da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de São Paulo, o Sebrae-SP (Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas de São Paulo), a USP

métodos de gestão. De acordo com Gorgulho (1997), *a atividade das incubadoras na Europa e capital de risco, é bem mais recente, mas seu crescimento tem sido bastante rápido, principalmente a partir de meados da década de 80, destacando-se o Reino Unido e França, ativamente sustentados pelos poderes públicos nacionais e pelas instâncias européias* (p.154). O fato de ter sido selecionado por uma incubadora é uma vantagem inicial, pois pressupõe que esta estará provendo direta ou indiretamente algum aporte de natureza gerencial. Portanto, entrar em uma incubadora tecnológica já adianta alguns passos para o empreendedor, como é amplamente discutido.

Também se nota que um bom projeto depende de um plano de negócios bem preparado. Muitas vezes os empreendedores não têm conhecimento de como fazê-lo. Os Foruns realizados em todo Brasil têm trazido experiências aos novos empreendedores que aspiram por capital e que acabam aprendendo como funciona o mundo dos negócios. É um verdadeiro *vestibular* para se entrar no mercado. Percebe-se que no Brasil ainda falta uma ligação mais efetiva do mundo empresarial com o mundo acadêmico. O capital de risco já fez aportar projetos interessantes, porém a capacidade do empreendedor brasileiro é maior do que a que até o momento foi apresentada.

#### **6.1.14 Percepção em relação ao risco econômico**

O Fundo Fire revela que o controle da inflação está acontecendo desde 1995, e que se tem um sistema previdenciário inadequado, com problemas na arrecadação de impostos. Cobra-se demais do sistema empresarial brasileiro, além da sonegação ser grande. Por outro lado, têm-se índices falhos no Brasil, por exemplo, o do desemprego. Segundo o entrevistado, esses índices não revelam a realidade por causa do elevado grau de informalidade da economia. Para o Fundo Fire, o índice dos empregos informais não aparece para a sociedade. Portanto, o Fundo Fire acredita que qualquer investidor externo que olha o Brasil o vê com muito risco econômico.

A Votorantim Ventures também afirma ter evidências sobre risco econômico quando se refere à expectativa de taxa de crescimento do PIB, bem como melhoria na distribuição de renda e ganhos em indicadores sociais, elementos que afetam a análise dos empreendimentos, pois são fatores que compõem o mercado, como é o caso do poder aquisitivo da população. Se o país cresce, torna-se mais interessante em termos de

investimentos. As incertezas geradas diante do processo de transição do Executivo Federal são expressas por meio do câmbio e prejudicam mais do que proporcionam oportunidades. Ainda que o capital seja brasileiro, o investimento possui ligações com a moeda americana, seja na linha de custos, seja na linha de receita. O câmbio afeta a avaliação do negócio e, portanto, a decisão de investimento.

O Fundo Fire vê o risco cambial como decorrência de uma situação de elevado endividamento brasileiro e que precisa-se de capital para atrair mais capital. *Os movimentos especulativos destroem nossas bases de solidez.* Acreditam que não seria necessário operar com essa alta taxa de câmbio - R\$2,80 - R\$ 2,90. (nível de julho/2002).<sup>14</sup>

Para a Votorantim Ventures, a volatilidade do câmbio atrapalha os investimentos, tanto na parte de financiamento quanto na própria avaliação no negócio. Uma maior estabilidade do câmbio facilita a avaliação, bem como o processo de investimento.

#### 6.1.15 Percepção da regulamentação pela CVM

O Fundo Fire acredita que a CVM regulamenta bem os Fundos de Investimentos em empresas emergentes. Um Fundo tem que ser auditado de 6 em 6 meses e a determinação do andamento dos negócios de capital de risco, de acordo com o Fire, é feita pela Bolsa de Valores e outros instrumentos que atuam no mercado de capitais. Para, ele quanto menos o organismo estatal fizer para mudar os mecanismos de mercado é melhor. As questões de subsídio para quem entrar no mercado emergente não são saudáveis. O entrevistado acredita que o mercado tem que ser livre para negociação. Em linhas gerais, os gestores de Fundos entendem que o papel da CVM deve ser apenas o de regulamentar e fiscalizar a qual tem se mostrado razoável na opinião dos gestores entrevistados. Qualquer outra questão, por exemplo, subsídios aos empreendedores ou investidores, deve sair da esfera da CVM. Note que a opinião desses gestores parece não corresponder à da experiência internacional, na qual os incentivos e subsídios governamentais têm sido amplamente usados e com resultados satisfatórios, haja vista o sucesso do *Venture Capital* e de outras empresas nos Estados Unidos e outros países. Parece que o delírio neo-liberal propugnando, porém estado mínimo

---

Tecnológicas). em entrevista concedida à autora em 18 de fevereiro.

<sup>14</sup> Quando esta pesquisa estava sendo redigida os níveis do câmbio extrapolaram a casa dos R\$3,70

para que o mercado não encontre restrições, fez corações e mentes entre os gestores de alguns Fundos, como o caso do nosso entrevistado.

A Votorantim Ventures não se submete à Instrução CVM 209/94. Como já colocado anteriormente, trata-se de uma empresa de capital próprio.

## 6.2 Os Empreendedores

Dentre as empresas apoiadas, foram analisadas duas delas: A Latina S/A, sediada no Pólo Tecnológico de São Carlos - nasceu em setembro de 1994, quando um grupo de empresários na área de tecnologia de fundição e máquinas especiais chamada Engemasa, num determinado momento, verificaram que a diversificação seria um bom negócio para eles. Dois executivos na época da Climax/Eletrolux estavam saindo de seus postos quando houve o interesse por eles por parte da Engemasa. Eles tinham dois projetos, um produto de alto valor agregado e baixa escala: um frigobar para atender uma classe da sociedade de maior poder aquisitivo e o outro de baixo valor agregado e alta escala, que era uma linha branca para atender a classe popular, o tanquinho de lavar roupa. Neste último caso o investimento era baixo e o risco também.

Em 30 dias fizeram os projetos e em 9 meses montaram a operação Latina, em junho de 1995. A Engemasa participava em 60% do capital da Latina e 40% eram dos dois executivos. Até então não haviam recebido capital do fundo Fire. O capital investido nesta empresa era da Engemasa (a *holding*). Um fato interessante é que a principal empresa faturava na época R\$ 5 milhões ao ano e a outra empresa, também do grupo, tinha um faturamento de R\$ 8 milhões. A Latina, com seis meses de operação, atingiu R\$ 5 milhões, ficando maior que a *holding*. Foi o primeiro impacto. No primeiro ano faturou R\$ 13 milhões, que significavam a soma do faturamento das outras duas empresas do grupo. Em palavras do empreendedor, *o relacionamento ficou complicado*. A Latina foi crescendo e com isso veio a necessidade de mais capital de giro. Seu processo já estava amadurecendo, mas não conseguiria sair do patamar de R\$ 13 milhões se não tivesse um novo sócio. Foi neste momento que procuraram a BNDESpar. Embora a BNDESpar gostasse do projeto, ela não investia em empresas controladas, somente em *holding*. Além disso, um dos sócios não aceitava a participação de capital na *holding* e houve então a sugestão de desligar a Latina do grupo. Assim entraram a BNDESpar e os gestores do Fundo Fire.

Hoje a empresa é controlada por 3 acionistas: Paulo Coli, Rodrigo Dantas e o Fundo Fire. A empresa começou com aproximadamente 30 funcionários e hoje, considerando os diretos e indiretos (representantes, etc.), são cerca de 189 pessoas, das quais 85 são diretos. O Fundo Fire participa em 29,5% da empresa, parte minoritária, como era de se esperar pela própria exigência da Instrução Normativa CVM 209/94.

Vale lembrar que o BNDES tem um perfil conhecido em participar somente de mega-empresas. Então, na época, houve uma movimentação para receber apoio de Fundos de empresas emergentes. Foram 106 empresas inscritas nesta avaliação e a Latina foi escolhida. De todas as características que o Fundo queria, a Latina estava enquadrada no perfil comparativamente às 105 empresas candidatas e no dos dois empreendedores, Paulo Coli e Rodrigo Dantas. Ou seja: alta rentabilidade, menor risco comparado às outras 105 empresas candidatas.

A outra empresa analisada é a Anfreixo S/A. É uma empresa apoiada pela Votorantim Ventures com uma linha completa de produtos de manutenção, reparos e operação – MRO. São mais de 200 mil itens com marcas conceituadas. Tem uma solução única que permite racionalização de processos e controles eficientes de estoque. Uniu-se à Votorantim Ventures para lançar um novo modelo de negócios de MRO. A Anfreixo iniciou suas operações em 1º de junho de 2002. A idéia deste negócio surgiu quando empresas industriais, as mais variadas, mostraram dificuldades na aquisição de itens MRO, pois estes envolvem custos elevados, processos de compra demorados e exigem conhecimentos específicos dos quais muitas vezes a empresa não dispõe. As iniciativas de *eProcurement* foram frustradas pela baixa qualidade e pela limitação dos itens dos fornecedores. Indústrias de grande porte precisavam de fornecedores com uma solução completa e que pudessem se integrar a seus sistemas de gestão. Conforme depoimento de seu Presidente, Ernani Araújo,

*A Votorantim Ventures Capital tinha uma iniciativa chamada Latinexus que foi um portal vertical da Votorantim junto com Cemex. A Antunes Freixo foi visitada e o modelo de negócio interessava ao portal, depois de muitas reuniões descobrimos que o volume de compra seria muito grande para o tamanho da empresa, então o Fernando Salgado, um dos Diretores da Votorantim, propôs ser investidor, mas naquela época não aceitei. Um ano depois meu principal concorrente (Ferramentas Gerais) foi vendido para um investidor, fui então procurado por 3 investidores, resolvi procurar o Paulo Henrique da Votorantim e nasceu a AnFreixo.*



### 6.2.1 Os sócios e suas características

A Latina S/A tem hoje 3 acionistas: Paulo Coli, Rodrigo Dantas e o Fundo Fire – BNDESpar. Coli e Dantas têm formação superior. A Latina tem seu poder de decisão colocado nas mãos dos três sócios, como já mencionado no início desta seção.

A Anfreixo tem como sócios: Votorantim Ventures e Antunes Araújo Participações, representada por Ernani Antunes Araújo (Neto do Fundador da Antunes Freixo, distribuidor industrial de ferramentas com 59 anos de existência). – Economista na empresa desde 1977 e Presidente da empresa desde 1992. A Votorantim Ventures é acionista majoritária (valores e porcentagens não são divulgados). Este foi um ponto diferente daquele que foi coletado nesta pesquisa bibliográfica, cujas fontes revelaram ser o capital de risco de participação minoritária.

Percebe-se, pelos entrevistados, que o capitalista de risco, seja independente ou conforme as regras da Instrução Normativa CVM 209/94, prefere que a direção da empresa apoiada esteja nas mãos de quem a criou, ou seja, dos empreendedores originais. Esse é o caso tanto da Latina quanto da Anfreixo, ambas são dirigidas pelos que as criaram. Note que esta é uma preferência, uma vez que os investidores de risco se sentem mais à vontade com os donos da idéias. Porém, há casos em que os dirigentes já não são mais os donos da idéia e se contratam profissionais para dirigir a organização, liberando os antigos idealizadores das atividades de cunho gerencial, para que estes possam se dedicar à criação de novas idéias.

### 6.2.2 Critérios de Seleção

As principais exigências do fundo investidor são as questões já discutidas anteriormente sobre a idoneidade e a origem das empresas empreendedoras, bem como rentabilidade esperada e o volume de capital a ser ajustado.

A Latina é uma empresa que, em palavras de Paulo Coli, *nasceu correta, embora seja pequena é gerenciada com os conceitos de uma multinacional*, pois os dois executivos que a assumiram já traziam consigo essa cultura de controle. Na ótica da Latina, isso é bem visto e facilitou os contatos, além da aprovação do investimento. A Latina passou por uma auditoria externa encomendada pelo Fire, mas nada foi constatado que já não fosse esperado pelos sócios existentes.

O mesmo foi afirmado pela Anfreixo, cujo sócio apresentava idoneidade e a empresa possuía informações confiáveis. Em outras palavras, a credibilidade do empreendedor, um dos pressupostos básicos para o capitalista de risco, apontava para um investimento de excelente rentabilidade.

A Anfreixo não teve exigências que pudessem ter tornado difícil o investimento. As adequações foram feitas nos meios de controle da operação.

Nota-se que tanto no caso da Anfreixo como da Latina, os investidores de risco deram grande destaque à transparência das empresas apoiadas, o que significa indicadores confiáveis para a tomada de decisão.

### **6.2.3 Forma de Contato**

A Latina revela ter tido problemas com a saída dos antigos sócios e com isso houve uma demora maior para deixar a empresa pronta a receber o investimento de capital de risco. O processo de aporte demorou de 7 a 8 meses, desde o seu primeiro contato até a finalização. A Latina admite que a BNDESpar trata seus assuntos com um tempo muito espaçado, pois acontecia somente uma reunião a cada 4 meses.

A Latina revela que os contatos que os executivos tinham com o BNDES, quando ainda eram empregados na multinacional, ajudaram muito na hora de se buscar um investidor.

A Anfreixo relata ter havido reuniões pessoais e sistemáticas com a Votorantim Ventures. O tempo demandado desde o primeiro contato até a consolidação do investimento foi de 6 meses.

Observa-se que nesses casos, tanto o Fire como a Votorantim demandaram quase o mesmo tempo desde os contatos iniciais até a decisão de investir. O fato de ser um fundo ou uma companhia independente parece não ter nenhuma influência sobre esta questão, mas sim a característica dos gestores de capital de risco e das exigências que eles podem fazer para assegurar que a sua decisão será acertada. Este tempo, também depende da transferência das informações, conforme comentado acima.

#### 6.2.4 Elaboração do plano de negócios

A Latina, como já mencionado anteriormente, teve seus sócios treinados em uma multinacional o que, portanto, facilitou a elaboração de um plano de negócios. Em palavras do entrevistado:

*Hoje conhecemos todo cenário, na época eu só conhecia a base do arroz com feijão, caixa, pacote de investimentos, cronograma, simulação de resultados, uma coisa básica. E aí pega um bom profissional nessa área que faz o marketing em cima desse negócio. O empresário não sabe fazer. No caso da Latina eu tinha acabado de fazer um projeto com a Sanyo, para uma fábrica de condicionadores de ar. Eu tinha toda metodologia. Os aspectos importantes para o investidor, como abordar... Infelizmente 90% dos empreendedores não sabem como fazer para vender sua idéia.*

A Anfreixo afirmou ter seu plano de negócios preparado a 4 mãos: Votorantim Ventures e Antunes Freixo. Este também não é um fato comum, situação em que as companhias de investimentos em capital de risco fazem o plano de negócios. A Votorantim Ventures ajudou a Anfreixo em seu plano de negócios como uma medida de estratégia para ampliar a probabilidade de lucro do negócio. A parceria começou muito antes de receber o aporte financeiro.

Vale mencionar que estes casos não podem ser tomados como regra geral, conforme se depreende da literatura revisada e da própria experiência dos gestores em outros casos do conhecimento deles. O que é mais comum são empreendedores ou pretendentes empreendedores, com escassos conhecimentos sobre métodos de elaboração de planos de negócios, como dito acima pelo entrevistado da Latina. O que é facilmente compreensível, pois a elaboração de um plano de negócios é uma atividade complexa que exige conhecimentos sobre o produto ou serviço, objeto do negócio, do seu mercado, das instalações necessárias para produzi-lo, das necessidades financeiras ao longo de vários anos, etc. E, normalmente, o idealizador só conhece o seu produto, tendo grandes dificuldades para visualizar e tratar informações financeiras, mercadológicas e operacionais para tornar realidade a sua idéia.

#### 6.2.5 Riscos percebidos para o empreendimento

A Latina até o momento tem crescido e não tem percebido problemas. *É verdade que os concorrentes “não sérios” atravessam o mercado com preços bastante baixos, o que eles*

chamam de *concorrência desonesta*. Mas a Latina não vê isso como um risco e sim uma forma de cada vez mais seguir, criando-se produtos inovadores.

A Anfreixo vê a guerra de preços no mercado como única forma de reação da concorrência e, segundo ela, isso é um risco. A Anfreixo revela que o seu modelo de negócios vai ao encontro das necessidades atuais do mercado. Revela também que a baixa profissionalização deste setor em sua concorrência e o baixo poder de reação para consolidar processos logísticos acabam favorecendo a Anfreixo por que ela está tecnologicamente mais avançada. Já o ponto fraco foi: o preço, que parece ser o critério mais importante de escolha dos distribuidores. Em palavras do entrevistado: *a marca da Antunes Freixo não é tão forte como se imaginava, mas é uma das poucas marcas “limpas” o que a torna um ponto forte.*

Segundo os entrevistados, tanto a Latina como a Anfreixo estão aptas a enfrentar a concorrência no mercado por terem seus planos de negócios preparados com solidez. Apesar de um bom plano de negócios, é importante considerar que a segurança apontada pelos entrevistados se deve em grande parte ao próprio capital de risco como forma de apoio, caso contrário, a empresa teria que estar recorrendo às formas mais caras de captação de recursos. Um risco efetivo seria o caso de uma concorrente conseguir apoio de um capital de risco para crescer onde a Latina e a Anfreixo atuam.

#### **6.2.6 Atendimento do produto ao mercado/públicos alvo/liderança**

A Latina tem seu público alvo de classe C e D. Ocupam a base da pirâmide social, sendo 70% mulheres, 55% casadas, metade deste número sem telefone, 77% recebem renda familiar de até R\$ 1.000,00, compram o produto pela garantia que dão e 85% da propaganda é feita boca a boca. No ato da compra, o comprador é estimulado a preencher um formulário dando diversas informações sobre seu perfil. Este estímulo é a garantia de um ano adicional além da garantia já estipulada pela fábrica. Essa é uma estratégia que tem dado bons resultados com baixo custo, sendo, portanto, um fator que favorece a empresa diante da concorrência.

A Latina tem concorrentes em todos os segmentos em que atua, por exemplo, nas lavadoras populares e centrífugas, é a Arno S/A e no caso de bebedouros refrigerados é a IBBL e Esmaltec. Segundo a Latina, *em todos os segmentos encontramos aqueles que não são sérios e concorrem com essas empresas citadas além da nossa própria empresa. O mercado vai selecionado o comprometimento e a qualidade.*

A Anfreixo revela que os itens para MRO também são chamados em algumas empresas como itens C ou não produtivos. Qualquer empresa, seja ela uma montadora ou uma construtora, precisa destes itens (ferramentas, abrasivos, material elétrico, etc.) para manter, reparar ou fabricar seu produto. A Anfreixo adotou uma estratégia para fornecer ao mercado brasileiro uma solução única e diferenciada, com mais de 200 mil itens de MRO em seu catálogo eletrônico, das marcas mais conceituadas. O modelo de negócio da AnFreixo, associado ao uso intensivo de tecnologia, é único. Seus concorrentes são especialistas, mas trabalham com cerca de 5.000 itens e o líder do setor hoje é uma empresa do Rio Grande do Sul (Ferramentas Gerais), mas que ainda não dispõe de tecnologia para *Business to Business* (B2B). Este é um aspecto que gera grande vulnerabilidade para a Anfreixo, pois é inimaginável supor que a líder atual, a Ferramentas Gerais, ficará de braços cruzados observando de camarote o sucesso da sua concorrente. Sucesso este que em grande parte se deve à tecnologia de informações e à extensa lista de itens de MRO, algo que a Ferramentas Gerais poderá adquirir no futuro igualando-se, dessa forma, às vantagens que a Anfreixo detém no momento. Mais uma vez, a vantagem desta última está no aporte do capital de risco tendo por trás uma empresa do porte da Votorantim. Qualquer expansão dos concorrentes da Anfreixo, sem aporte de capital de risco, poderá ficar limitada ao custo do capital que, como se sabe, é altíssimo no nosso país.

#### **6.2.7 Vantagens de associar-se a um Fundo de Investimento/Companhia de Capital de Risco**

Para a Latina qualquer parceiro financeiro é sempre bem-vindo, mas no caso de ser um Fundo foi melhor ainda, pois, com a visão do Fundo Fire, ela pode encontrar novas outras oportunidades de negócio.

A Latina conta com um conselho ativo, com reuniões mensais positivas, pois permitem refletir e montar novas estratégias, orçamento, indicadores de desempenho, orientações e a questão de Governança Corporativa.

Para a Anfreixo a vantagem em se associar a um parceiro financeiro é ter credibilidade frente aos clientes e fornecedores. Carregar o nome da Votorantim Ventures como um parceiro financeiro propaga a Anfreixo no mercado.

O apoio recebido da Votorantim Ventures tem sido total, pois a Votorantim vem disponibilizando pessoas de alto gabarito para apoiar, educar, instruir e auditar a operação. A

Anfreixo tem se sentido mais confiante e com menores limitações que as que normalmente são impostas a um empreendedor no Brasil. Quanto ao controle, a Anfreixo acredita que não fogem da normalidade de avaliação e a prestação de contas devidas a um acionista.

Nota-se que as empresas suportadas por investidores de peso no mercado têm vantagens tanto de gestão como de aceitação por parte do mercado. Tornam-se mais interessantes pelos aspectos de coordenação e controle. São empresas que podem continuar inovando, crescendo e atendendo cada vez mais o mercado.

#### **6.2.8 Conclusões Acerca das Informações Obtidas**

A pesquisa realizada possibilitou conhecer o *modus operandi* de duas organizações de capital de risco e avaliar a importância dessa modalidade de apoio à duas empresas emergentes. De um modo resumido, e à guisa de conclusão deste capítulo, cabe apresentar as seguintes considerações com respeito aos investidores de risco:

- O Fire é um FMIEE com carteira diversificada que atua rigorosamente dentro das regras estabelecidas pela Instrução Normativa CVM 209/94. A Votorantim Ventures é uma companhia independente que investe capital próprio para formar capital de risco a ser aplicado em empresas voltadas para ciência da vida, comunicações e softwares. O Fire não definiu uma área de atuação específica para investir;
- Quanto aos investimentos do Fundo Fire, estes têm uma limitação declarada com o BNDESpar de aportar até 30% de participação na empresa apoiada. A Votorantim Ventures não tem qualquer valor estipulado e nem tampouco valores máximos e mínimos. Uma companhia de capital de risco independente tem maior flexibilidade de trabalho, a exemplo da Votorantim Ventures;
- A Instrução Normativa CVM 209/94 limita os Fundos Mútuos de Investimentos em sua existência de até 10 anos (prorrogáveis por 5 anos), enquanto uma companhia de capital de risco independente pode exercer seus objetivos sem qualquer limitação de prazo. Isso significa que esta pode escolher apoiar o projeto até o momento de seu interesse. Um Fundo Mútuo, ao contrário da companhia independente, precisará sair no prazo acima mencionado, mesmo quando isso não é do seu interesse;
- De acordo com um entrevistado, não há falta de capital, mas sim de bons projetos. As empresas apoiadas não tiveram problemas para elaborar seus planos de negócios. Uma

delas, graças à experiência anterior dos seus sócios, que apresentavam um vasto conhecimento na elaboração de planos como executivos de uma multinacional. No caso da Anfreixo, que é o desdobramento de uma empresa tradicional, o idealizador do negócio possuía uma experiência prévia no ramo similar ao qual ele veio a atuar posteriormente. Mesmo assim contou com o apoio da Votorantim Ventures. Este fato mostra a grande importância de um plano de negócios e da sua complexidade, constituindo-se, portanto, uma limitação importante que pode afugentar investidores. Por outro lado, boas idéias, com possibilidades de gerar bons planos de negócios, também podem encontrar dificuldades ante a pouca informação sobre capital de risco no país. Notou-se que os empreendedores que foram entrevistados para esta pesquisa tiveram oportunidade de aporte por causa dos relacionamentos já cultivados com o Sistema Financeiro no passado. A divulgação deste tipo de modalidade ainda é muito incipiente, mesmo dentro das universidades e incubadoras tecnológicas. Um pequeno empreendedor, que inicia seu negócio com aportes familiares, não terá a mesma chance de sucesso, como aquele que caminha em direção, não somente de aporte financeiro, mas também de apoio à sua gestão;

- Em relação às preferências por investimentos, percebeu-se uma tendência às pequenas e médias empresas com grande potencial. O Fundo Fire evita colocar seu aporte em muitas empresas *start ups*, procurando manter rendimentos com uma carteira de aplicação equilibrada. Já a Votorantim deu preferência a empresas em estágio de *start ups*;

- A transparência e indicadores confiáveis são critérios fundamentais na escolha de um empreendimento. Registrou-se nesta pesquisa que a Governança Corporativa tem um papel fundamental para aumentar o valor de uma empresa, por isso os critérios de escolha são aqueles que atraem os investidores: a transparência;

- Para o Fire, a Instrução CVM 209/94 *opera bem, audita de 6 em 6 meses e exige regras para atuação*. A expressão *opera bem* significa para o Fundo Fire que a CVM 209/94 cumpre com o seu papel de regulamentadora e nada mais do que isso. Porém, ao pesquisar com outros gestores, descobriu-se que, ao se formar um Fundo Mútuo de Investimentos, as taxas exigidas são altas e este demora a entrar em operação, o que dificulta o início de captação de recursos e a contratação de bons projetos. Essa demora, associada às altas taxas cobradas pela CVM, pode constituir um obstáculo à geração de Fundos. Embora não se tenha observado diretamente nenhuma afirmação neste sentido com os entrevistados, percebeu-se

claramente que este é um ponto problemático que mereceria uma modificação na atuação da CVM;

- A informalidade no Brasil tem atrapalhado a geração de novos negócios e a confiança de investidores tradicionais e de risco. Constatou-se que a informalidade concorre em vantagens com o capital de risco. Esse aspecto foi enfatizado por um dos entrevistados. Caixa dois, sonegação de impostos e outros expedientes desta natureza barateiam o custo de produção e, portanto, permitem alavancar a empresa. Por outro lado, o investidor de risco não pode apoiar uma empresa nessas condições, apesar das vantagens imediatas que tais práticas podem proporcionar, pois o capitalista de risco, ao se tornar sócio de uma empresa com tamanha informalidade, estará assumindo o passivo fiscal, social e ambiental que uma hora poderá estar sendo cobrado. Dessa forma, ao risco inerente de uma atividade inovadora, acrescentar-se-ia o risco dos passivos ocultos decorrente da informalidade;

- Quanto ao desinvestimento, que é um importante elemento do investimento do capital de risco, conforme mostrado no Capítulo 4, o que se percebe é que os FMIEEs têm um prazo de até 15 anos considerando o período de prorrogação. Um capital independente coloca o prazo que achar conveniente ou que esteja de acordo com a característica do negócio apoiado. A rigidez da Instrução Normativa CVM 209/94 age de modo benéfico para o apoiado, mas pode se tornar um obstáculo à atuação de novos investidores. Esse último aspecto não deve ser entendido como um defeito intrínseco da Instrução, com regras de saída para os investidores, usando, por exemplo, os mercados secundários, desde que não altere o montante de recursos dos fundos. Talvez seja esta uma das questões que explique porque são poucos os FMIEEs.

O Quadro 6.4 apresenta de modo resumido uma comparação entre os dois investidores de risco, o Fire e a Votorantim Ventures, conforme informações obtidas nas entrevistas. Quanto aos empreendedores Latina S/A e Anfreixo S/A, o levantamento das informações também pode ser visto no Quadro 6.5. Um aspecto que deve ser salientado refere-se ao fato de que ambos empreendedores já possuíam uma grande experiência em gestão nas áreas em que atuam.



Quadro 6.4 - Comparação entre Fundo Fire e Votorantim Ventures

Organizações de Capital de Risco	Fire Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes Brasil Private Consultoria e Participações Ltda	Votorantim Ventures S/A
Características	Responde à Instrução Normativa CVM 209/94, capital formado como um condomínio.	Atua de forma independente, capital próprio.
Priorização dos Investimentos	Carteira balanceada em diversos setores, inclusive setores pesados.	Comunicações, tecnologia da Informação e Ciências da Vida.
Tempo Médio dos Investimentos	Prazo médio de atuação em uma empresa: cerca de 5 anos a 7 anos.	Prazo médio de atuação em uma empresa: cerca de 5 anos a 7 anos.
Atuação Geográfica de Investimentos	Somente Brasil.	Brasil e Exterior.
Valores Médios de Investimentos	Em torno de R\$ 4 milhões.	Não estabelece nenhum limite de investimento e nem tampouco existem valores médios estipulados. O que conta são os projetos e suas necessidades de aporte. Dos R\$ 300 milhões disponíveis à aplicação, R\$ 60 milhões já estão aplicados em empresas emergentes.
Decisões Estratégicas	Comitê formado por dois representantes dos gestores do Fundo, dois representantes dos empreendedores e um voto "minerva", do investidor.	Diretor Presidente, dois Diretores Executivos, dois Analistas Seniores e três Analistas de Investimentos e empreendedores. Passa-se para o conselho a decisão final.
Escolha dos Administradores	Os gestores são independentes e buscam investidores.	Os gestores são empregados da Cia. de Capital de Risco.
Crítérios de Seleção	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Não tem preferência por algum setor específico;</li> <li>- Investe em setores que apresentem crescimento;</li> <li>- Não faz investimentos para manutenção das empresas ou para investimentos em ativos.</li> </ul>	Expressa tendência para as empresas voltadas à Ciência da Vida, Tecnologia da Informação e Comunicações.
Proporção do retorno esperado em cada investimento	Espera um retorno acima de 25% aa.	Espera retorno de um projeto bem sucedido na ordem de 30% aa.
Preferências quanto ao estágio das empresas apoiadas	Por um lado prefere as start ups. Por causa do elevado grau de informalidade no Brasil, são empresas sem passivo fiscal.	Seed money e start up.
Características gerenciais esperadas de um Empreendedor	Produto e gestão.	Criatividade, conhecimento de mercado e profissionalismo; estar preparado para os anseios da Governança Corporativa.
Características e exigências para se investir em uma empresa	Conselho de administração, reuniões formais, plano de negócios, orçamento, contabilidade rigorosamente em dia, com balancetes mensais, análises e comparações para 5 anos e que todas essas informações estejam disponíveis para os gestores.	Modelo gerencial específico; empresas que foram controladas obtiveram maior sucesso.
Alternativas e prazos de saída/desinvestimento prováveis	De 10 anos, prorrogáveis por mais 5 anos, por meio de bolsas ou parceiros estratégicos.	Não há limites para a saída de um investimento, a menos que julgue que este tenha chegado à maturidade e/ou existe um possível comprador
Fatores inibidores de investimentos no Brasil	Informalidade, sonegação existente na economia brasileira e uma reforma tributária inadequada.	Dependência externa que gera volatilidade e incertezas nos indicadores da economia de natureza macro-econômicas.
Maiores dificuldades para formar novos Fundos	Encontrar projetos promissores que justifiquem a formação de novos fundos.	Encontrar projetos promissores.
Percepção em relação ao risco econômico	Com muito risco econômico.	Com muito risco econômico.
Percepção da regulamentação pela CVM	Tem se mostrado razoável.	Não é aplicável à Votorantim.

Fonte: Informações coletadas das entrevistas concedidas pelo Fire e Votorantim Ventures

**Quadro 6.5 – Comparação entre os Empreendedores Latina S/A e Anfreixo S/A**

Os Empreendedores	A Latina S/A	Anfreixo S/A
<b>Os sócios e suas características</b>	<i>3 acionistas: Paulo Coli, Rodrigo Dantas e o Fundo Fire – BNDESpar (Fundo Fire)</i>	<i>Votorantim Ventures e Antunes Araújo Participações, representada por Ernani Antunes Araújo (Neto do Fundador da Antunes Freixo).</i>
<b>Critérios de Seleção</b>	<i>A idoneidade e a origem das empresas empreendedoras, bem como a rentabilidade esperada e o volume de capital a ser ajustado.</i>	<i>a credibilidade do empreendedor, um dos pressupostos básicos para o capitalista de risco, apontava para um investimento de excelente rentabilidade.</i>
<b>Forma de Contato</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Executivos/empreendedores já tinham relacionamento anterior com o sistema financeiro</li> <li>- Contatos por meio de reuniões quadrimestrais, o que significa apenas 2 reuniões</li> <li>- Demandaram de 7 a 8 meses, desde os contatos iniciais até a decisão de investir.</li> </ul>	<i>Reuniões pessoais e sistemáticas com a Votorantim Ventures. O tempo demandado desde o primeiro contato até a consolidação do investimento foi de 6 meses.</i>
<b>Elaboração do plano de negócios</b>	<i>Tinham elaborado um projeto que se transformou num plano de negócios.</i>	<i>Seu plano de negócios foi preparado a 4 mãos: Votorantim Ventures e Antunes Freixo.</i>
<b>Riscos percebidos para o empreendimento</b>	<i>Os concorrentes “não sérios”.</i>	<i>A guerra de preços no mercado.</i>
<b>Atendimento do produto ao mercado/públicos alvo/liderança</b>	<i>Público alvo de classe C e D. Ocupam a base da pirâmide social, sendo 70% mulheres, 55% casadas, metade deste número sem telefone, 77% recebem renda familiar de até R\$ 1.000,00.</i>	<i>Qualquer empresa, seja ela uma montadora ou uma construtora, precisa destes itens (ferramentas, abrasivos, material elétrico, etc.) para manter, reparar ou fabricar seu produto.</i>
<b>Vantagens de associar-se a um Fundo de Investimento/Companhia de Capital de Risco</b>	<i>A visão do Fundo Fire, que pode encontrar novas outras oportunidades de negócio.</i>	<i>Credibilidade frente aos clientes e fornecedores ao carregar o nome da Votorantim Ventures.</i>

Fonte: informações coletadas das entrevistas com a Latina S/A e Anfreixo S/A

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

---

Este trabalho partiu da seguinte questão: por que após quase 10 anos de entrada em vigor da Instrução Normativa CVM 209/94 ainda é reduzido o número de Fundos criados sob sua égide? A partir do que foi apresentado, pode-se afirmar que o Brasil ainda está buscando um rumo certo com respeito à atividade de capital de risco apropriada às pequenas e médias empresas emergentes de base tecnológica. As iniciativas concretas de investimento de capital de risco privado são ainda restritas, parece que não há falta de capital, mas sim de bons projetos, conforme dito por um dos entrevistados. Isso significa que há uma grande possibilidade de ações junto dos empreendedores, que não são de natureza eminentemente técnica, mas sim gerencial. O aporte de capital de risco, acrescido de uma prática de provimento de capacitação gerencial, como observado na experiência internacional, poderia ampliar consideravelmente o surgimento de empresas de base tecnológica no Brasil, pois, se não faltam capitais como já colocado, tampouco faltam idéias inovadoras à procura de apoio financeiro. A capacitação gerencial, provida pelo capital de risco, pode ser a desejada ponte entre esses elementos fundamentais do desenvolvimento econômico, baseado na incorporação de novos conhecimentos.

O número de FMIEEs não passou de 15, conforme mostrado no Capítulo 4. Mesmo as empresas independentes são reduzidas. O Brasil, portador de um grande potencial empreendedor, poderia ter apresentado neste período uma profusão de 200 ou mais Fundos formados para incentivar a pequena e média empresa de base tecnológica. Porém, a realidade de exercer tal atividade num país de economia em sobressalto transforma os investidores de risco em investidores de características tradicionais. Desse modo, eles deixam de desempenhar um papel crítico na economia brasileira, que é tornar viável a entrada no mercado de empreendimentos de base tecnológica promissores. O que se nota é que, em tal economia, as práticas de aplicações de curto prazo e/ou com elevada liquidez são as que mais atraem os detentores de capital. Tem sido comum dizer que os investidores são como os animais mais medrosos e ariscos, que correm para buscar abrigos diante de qualquer farfalhar da mata. Esses abrigos são as aplicações de curto prazo, a aquisição de ativos reais, aplicações em paraísos fiscais e outras do tipo.

Os Fundos criados no Brasil sob a Instrução CVM 209/94 se baseiam muito na experiência estrangeira, na qual existe estabilidade econômica e baixa taxas de juros. Um investidor numa economia de sobressalto como a brasileira não pode se sentir confortável com um investimento de longuíssimo prazo. As altas taxas de juros praticadas pelo mercado desviam recursos para as aplicações de curto prazo e com ganhos acima do esperado para investimentos tradicionais. Isso faz com que as aplicações tradicionais praticamente se igualem às do capital de risco, na medida em que aquelas também geram expectativas de ganhos potenciais elevados. Numa economia de sobressaltos, tudo acaba tendo um alto risco inerente à instabilidade, de modo que os detentores de capital tendem a preferir aplicações com elevada liquidez, mesmo sacrificando a rentabilidade. Essa é uma das principais razões pelas quais, após oito anos da aprovação da Instrução CVM 209/94, destinada às empresas emergentes, cerca de uma dúzia de Fundos foram criados até o momento. Para a dimensão da economia brasileira, trata-se de um número totalmente insatisfatório.

Uma questão a ser melhor avaliada está no fato de que os Fundos de empresas emergentes poderiam ter uma redução de tributação incidente sobre os ganhos de capital decorrentes da comercialização antecipada das cotas de Fundos. A justificativa desse subsídio é que toda a sociedade possui interesse no pleno desenvolvimento de aplicativos/métodos que irão possibilitar um ganho de produtividade, permitindo que a sociedade possa usufruir dos benefícios de tais empresas. Esse tipo de subsídio poderia atrair os Fundos de Pensão (atuais provedores de capital), dado o seu caráter previdenciário (recursos a longo prazo e as taxas atuariais de 6% ao ano), para este tipo de aplicação financeira, de tal modo que o subsídio pudesse equivaler à rentabilidade atuarial do fundo.

Outra questão problemática que mereceria reparo na atual regulamentação refere-se ao prazo de 10 anos, prorrogável por mais 5 anos, para o desinvestimento do Fundo. A experiência da França, por meio do mecanismo de recompra de cotas dos investidores, talvez pudesse ser aplicada também no Brasil. Isso facilitaria a atração de capitalistas pela flexibilização da rigidez atualmente estabelecida. Vale mencionar que o programa de recompra de cotas francês é bastante restrito, com características específicas a alguns Fundos em tecnologia, durante um curto período, apenas para investidores de Fundos de Pensão e após o 5º ano do investimento. Da experiência americana se tem o mercado secundário, com uma alternativa bastante positiva para a atratividade do capital de risco no Brasil. Do exposto, pode-se dizer que a Instrução CVM 209/94 ainda tem uma jornada para cumprir as promessas para as quais foi instituída, ou seja, atrair capital de risco para as empresas emergentes. Ela deve ser

revista e com urgência, pois os mecanismos de atração de capital não surtiram os efeitos desejados. Menos pelos defeitos da Instrução, como já comentado no final do capítulo anterior, e mais pela sua inadequação a uma economia de sobressaltos e altas taxas de juros. A economia de sobressaltos perverte a lógica da aplicação do capital de risco em inovações. Para ganhar muito dinheiro, há inúmeras alternativas, sendo que a aplicação em EBT é uma das piores numa economia como essa, pois as aplicações de curto e curtíssimo prazos para investidores privados tornam-se muito mais atrativas do que qualquer outro investimento com promessas de altos ganhos a longo prazo. A regulamentação dos fundos é importante, mas secundária; o que valem melhores regras de saída se uma aplicação especulativa de curto prazo continua mais interessante? Há, portanto, dúvidas sobre as possibilidades de capital de risco no Brasil, conforme as características a partir da literatura corrente, que se baseia muito na experiência norte-americana. A comparação com os Estados Unidos é inviável, visto que sua economia não apresenta os sobressaltos da brasileira e nem tampouco incentiva aplicações de curto prazo com remunerações convidativas. Não há como dar certo o capital de risco no Brasil com uma taxa SELIC sendo praticada a 21% ao ano. Logo, quem acaba apoiando as EBTs é o governo, que está fora da lógica do capital de risco.

Fatores tais como a economia de sobressaltos, altas taxas de juros e grande informalidade das empresas, associados à rigidez da Instrução Normativa 209/94, no que se refere às regras de saída, podem explicar o porquê dos poucos Fundos criados até então. As inseguranças típicas dos empreendimentos de base tecnológica são exacerbadas numa economia de sobressaltos. Diante desse fato, sugere-se que sejam criados no Brasil instrumentos como os citados acima para reduzir o risco do empreendimento inovador e não de economia como um todo. Mesmo secundários, a regulamentação e os mecanismos de saída podem constituir num filtro capaz de ajudar de alguma forma os novos investimentos, garantindo ao aplicador de risco a possibilidade de agir com o seu comportamento típico, que é buscar a alta rentabilidade em empreendimentos inovadores. Riscos além da própria inovação, enquanto tal, acabam afugentando os mais arrojados investidores.

A pesquisa relatada no capítulo anterior apoiou-se nas informações prestadas por gestores e empreendedores. Embora se pode argumentar que os gestores também falam em nome dos investidores, fato este que transpareceu durante as entrevistas, sugere-se para estudos futuros a inclusão de investidores com o objetivo de ouvir da sua própria voz as suas opiniões a respeito da Instrução Normativa CVM 209/94. Outra sugestão para futuros estudos sob capital de risco é entrevistar o criador dessa Instrução, Thomas Tosta de Sá, que

ainda permanece ativo na área de mercado de capitais, sempre apresentando idéias para fortalecer esse mercado, como por exemplo, a criação de uma Escola Nacional de Investidores, projeto que a Bovespa apoiou desde o início e se acha agora nas mãos da Associação Brasileira de Bolsas.

Sugere-se uma investigação sob a ótica dos investidores, que neste trabalho não foi realizada. Além disso, sugerimos que Thomas Tosta de Sá, que deu origem à Instrução Normativa CVM 209/94 para essa modalidade no Brasil, possa ser entrevistado com a intenção de enriquecer o trabalho com as primeiras experiências, dificuldades e expectativas na criação de uma regulamentação brasileira.

Sugere-se também, a partir das observações realizadas durante a pesquisa, estudos a respeito da influência da transparência e da Governança Corporativa na ampliação do capital de risco. Como foi relatado mais uma vez pelos entrevistados, essas questões parecem ser de grande importância, principalmente sob a ótica dos gestores e investidores. A importância desses elementos para as empresas apoiadas não foi evidenciada nas entrevistas, mas é razoável supor que esses aspectos também interessem sobremaneira aos empreendedores. Uma economia de sobressaltos também é uma economia do *“salve-se quem puder”* e, portanto, um ambiente nada propício para aplicação de risco a longo prazo. A Governança Corporativa pode contribuir para criar confiança e credibilidade, tornando, portanto, mais favorável a atividade de risco por seus 3 atores.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

AVILA, Jorge de Paula C. **Projeto Inovar**: Uma experiência de desenvolvimento Institucional para fomento à criação e ao Desenvolvimento de empresas de base tecnológica. Conferência Internacional de Incubadoras de Empresas. Disponível em: <http://www.venturecapital.com.br> Acesso em: 02/10/ 2001.

**O que é Venture Forum Brasil**. Disponível em [http://www.venturecapital.com.br/fm/cadastro\\_empresendedores.asp](http://www.venturecapital.com.br/fm/cadastro_empresendedores.asp) Acesso em 02/10/2001

BANCO HOJE Interativo, **A Reconstrução do Mercado**. Disponível em <http://www.bancohoje.com.br/index.asp> ED. Agosto/2002 Acesso em 30/08/2002

BARBIERI, J. Carlos. **Parques e Incubadoras de Base Tecnológica**: A Experiência Brasileira. São Paulo: FGV, 1995. (Relatório de Pesquisa FGV no. 04/95)

BATTINI, Pierre, Préface Barre, M. Raumont, **Capital Risqué: mode démploi**, Éditions d'Organisation, Deuxième Tirage, Paris. 1999

BECKER, H.A. Observação social e estudo de casos sociais. **Métodos de Pesquisa em Ciências Sociais**. São Paulo, Hucitec, p.127-133, 1993.

BETZ, Frederick. **Strategic technology management**. N. Jersey: McGraw-Hill, 1987.

BEZERRA, Julio Cesar de Azevedo. **Introdução à indústria de private equity no Brasil**. Dissertação de Mestrado. FGV - São Paulo, 1999

BOLLINGER, L.ynm; HOPE, Katherine & UTTERBACK, James M.A.. A review of literature and hypotheses on new technology-based firms. **Research Policy**, North Holland v.12, p.1-14, 1983.

BNDES – Banco de Desenvolvimento Econômico e Social. **Perguntas Mais Frequentes**. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/produtos/faq/bloco3.asp> Acesso em: 15/06/2002.

**Porte da Empresa** Disponível em <http://www.bndes.gov.br/produtos/consulta/porte/porte.asp> Acesso em 30/08/2002

Micro, Pequenas e Médias Empresas Disponível em  
<http://www.bndes.gov.br/pme/> Acesso em 15/05/2002

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução 2689, de 29 de março de 2001. Disponível em  
<http://lira.bcb.gov.br/ixpress/correio/correio/detalhamentocorreio.dml?n=101062750&c=2829&ass=resolucao+2.829> Acesso em: 13/08/2002.

Resolução 2689, de 26 de janeiro de 2000. Disponível em  
[http://www.venturecapital.com.br/vcn/RESOLUCAO\\_2689\\_CR.asp](http://www.venturecapital.com.br/vcn/RESOLUCAO_2689_CR.asp) Acesso: em 15/08/2002

BRASIL Banco Central do Brasil. Resolução No. 2720, de 24 de abril de 2000, Disponível em  
[http://www.venturecapital.com.br/vcn/RESOLU%C7%C3O\\_2720\\_CR.as](http://www.venturecapital.com.br/vcn/RESOLU%C7%C3O_2720_CR.as)  
 Acesso: em 15/08/2002.

Resolução 2791 de 30 de novembro de 2000. Disponível em  
<http://lira.bcb.gov.br/ixpress/correio/correio/detalhamentocorreio.dml?n=100230328&c=2791&ass=resolucao+2.791> Acesso em: 15/08/2002.

Resolução 2034 de 17 de dezembro de 1993. Disponível em:  
<http://lira.bcb.gov.br/ixpress/correio/correio/detalhamentocorreio.dml?n=093215637&c=2034&ass=resolucao+2.034> Acesso em 15/08/2002.

Resolução 2247, de 8 de fevereiro de 1996. Disponível em  
[http://www.mct.gov.br/publi/PDFs/capital\\_risco2.pdf](http://www.mct.gov.br/publi/PDFs/capital_risco2.pdf) > Acesso: em 15/08/2002.

Resolução 1346 de 18 de junho de 1987. Disponível em  
<http://lira.bcb.gov.br/ixpress/correio/correio/detalhamentocorreio.dml?n=087080208&c=1346&ass=resolucao+1.346> > Acesso: em 15/08/2002.

Resolução 1287 de 20 de março de 1986. Disponível em  
<http://lira.bcb.gov.br/ixpress/correio/correio/detalhamentocorreio.dml?n=087080102&c=1287&ass=resolucao+1.287> > Acesso: em 15/08/2002.

Resolução 1184 de 4 de setembro de 1986. Disponível em  
<http://lira.bcb.gov.br/ixpress/correio/correio/detalhamentocorreio.dml?n=086046990&c=1184&ass=resolucao+1.184> > Acesso: em 15/08/2002.

BRASIL. Congresso Nacional. Lei No.10176, de 11 de janeiro de 2001. Disponível em  
<http://www.mct.gov.br/legis/incentiv.htm> > Acesso em :15/08/2002.

Lei Nº. 10303, de 31 de outubro de 2001. Disponível em  
<http://www.societario.com.br/Untitled-10303.html> > Acesso em: 15/08/2002



Lei nº 9.643, de 26 de maio de 1998. Disponível em  
<[http://www.mct.gov.br/legis/leis/9643\\_98.htm](http://www.mct.gov.br/legis/leis/9643_98.htm)> Acesso em: 15/08/2002.

Lei nº 9.311, de 24 de outubro de 1996. Disponível em  
<<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Leis/Ant2001/lei931196.htm>>  
Acesso em: 15/08/2002.

Lei nº 8.248, de 23 de outubro de 1991. Disponível em:  
<[http://www.mct.gov.br/legis/leis/8248\\_91.htm](http://www.mct.gov.br/legis/leis/8248_91.htm)> Disponível em Acesso em :  
15/08/2002.

Lei Nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Disponível em  
<<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404.asp>> Acesso: em 15/08/2002.

Lei Nº 6385, 07 de dezembro de 1976. Disponível em  
<<http://www.societario.com.br/lei6385.html>> Acesso em: 15/08/2002.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Portaria nº 227**, de 11 de julho de 2002. Disponível em  
<<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Portarias/2002/MinisteriodaFazenda/portmf227.htm>> Acesso em : 15/08/2002.

BRASIL. Ministério da Ciência e Tecnologia. **Pequenas empresas terão acesso a capital de risco**. Notícias em 19/04/2002. Disponível em:  
<[http://www.mct.gov.br/comunicacao/textos/default.asp?codtipo=1&cod\\_texto=2211](http://www.mct.gov.br/comunicacao/textos/default.asp?codtipo=1&cod_texto=2211)>  
>Acesso em: 10/07/2002.

BRASIL. **República Federativa do Brasil. Decreto nº 3.800**, de 20.04.2001  
Regulamenta os arts. 4, 9º e 11 da Lei nº 8.248, de 23 de outubro de 1991, e os arts. 8º e 11 da Lei nº 10.176, de 11 de janeiro de 2001. Disponível em  
<[http://www.mct.gov.br/legis/decretos/3800\\_2001.htm](http://www.mct.gov.br/legis/decretos/3800_2001.htm)> Acesso em: 15/08/2002

CASTRO FILHO. J. **Responsabilidade Civil no Investimento em Capital de Risco**.  
FINEP Departamento de Fundos de Capital de Risco – DICAR, 2000, Rio de Janeiro –RJ.  
Disponível em <<http://www.finep.gov.br/empresa/legislacao.asp>> Acesso em 25/07/2002.

CERVO, A.L.; BERVIAN, P. **A Metodologia Científica**. 5.ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 2002.

CHOCCE, G. R. **O capital de risco no Brasil: Uma Contribuição a partir da Experiência Francesa**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP. São Paulo, 1997.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM **Instrução CVM N.º 209**, de 25 de março de 1994. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)> Acesso em 01/06/2002

\_\_\_\_\_**Instrução CVM N.º 236**, de 6 de junho de 1995, Disponível em <<http://cvm.gov.br>> Acesso em 05/05/2002

\_\_\_\_\_**Instrução CVM N.º 278**, de 08 de maio de 1998, Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 05/05/2002

\_\_\_\_\_**Instrução CVM, N.º 368**, de 29 de maio de 2002 Disponível em <<http://www.societario.com.br/leis-cvm/cvm209.htm>> Acesso em: 05/06/2002

\_\_\_\_\_**Instrução CVM N.º 363**, de 2 de abril de 2002, Disponível em <<http://www.societario.com.br/leis-cvm/cvm363.html>> Acesso em 05/06/2002

\_\_\_\_\_**Instrução CVM N.º 302**, de 5 de maio de 1999, Disponível em <[http://www.venturecapital.com.br/vcn/cvm302\\_CR.asp](http://www.venturecapital.com.br/vcn/cvm302_CR.asp)> Acesso em 06/08/2002.

\_\_\_\_\_**Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa**, Disponível em <[http://www.ecgi.org/codes/country\\_documents/brazil/cartilha.pdf](http://www.ecgi.org/codes/country_documents/brazil/cartilha.pdf)> Acesso em: 06/08/2002.

CSILLAG, L. **Estrutura e Dinâmica do Setor de Capital de Risco na Criação de Empresas de Base Tecnológica no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP. São Paulo, 1995

ENDEAVOR. Quais são os Estágios de Financiamento?. Disponível em <<http://www.endeavor.org.br/inv/index.html>> Acesso em 10/03/2002.

FINEP - Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas. **Revista Pesquisa Eletrônica**. Disponível em <<http://www.finep.gov.br>> Acesso em: 07/07/2002.

\_\_\_\_\_**Histórico**. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/empresa/historia.asp>> Acesso em: 07/07/2002

GODOY, Arilda S. **Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades**. *Revista de Administração de Empresas*, v.35, n.2, p. 57-63, Mar./Abr., 1995.

GODOY, Arilda Schmidt, **A pesquisa qualitativa e sua utilização em administração de empresas**. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, V.35, n.4, p. 65-71, Jul/Ago. 1995.

GORGULHO, Luciane O Capital de Risco : Uma alternativa de financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base tecnológica: o caso CONTEC. **Revista BNDES**, n. 7, junho, 1997. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>> Acesso em 02/02/2002.

\_\_\_\_\_. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro/UFRJ, 1996.

GUNDLING, Ernest. **The 3M way to innovation**. New York: Kodanska America, 2000. 247p.

KERLINGER, Fred Nichols. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais**. São Paulo. EPU. 1979.

MARSHALL, Catherine; ROSSMAN, Gretchen B. **Designing qualitative research**. 3ª ed. London: Sage Publications, Inc, 1999.

MOREIRA, Daniel Augusto. Natureza e Fontes do Conhecimento em Administração. **Administração On-Line**, Jan/Fev./Março, v.1, n.1, 2000 Disponível em <[http://www.fecap.br/adm\\_online/adol/artigo.htm](http://www.fecap.br/adm_online/adol/artigo.htm)> Acesso em: 05/05/2002.

SALOMON, J.J. **Les politiques d'innovation en Europe**. Paris: Futuribles, 1989.

SANTOS, João Almeida, PARRA FILHO, Domingos **Metodologia Científica**, 2ª. Ed. São Paulo. Ed. Futura. 1998

SEBRAE -SP - Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas de São Paulo Pesquisa e Planejamento Estratégico **MPEs de Base Tecnológica: conceituação, formas de financiamento e análise de casos brasileiros** . Relatório de Pesquisa. Julho 2001 disponível em <[http://www.sebraesp.com.br/novo/pesquisa/download/\\_toc520166953](http://www.sebraesp.com.br/novo/pesquisa/download/_toc520166953)> Acesso em 03/04/2002

\_\_\_\_\_. **MPEs na Economia** . Relatório de Pesquisa julho/2000. Disponível em <[http://www.sebraesp.com.br/novo/pesquisa/download\\_pdf/informacoes\\_basicas.pdf](http://www.sebraesp.com.br/novo/pesquisa/download_pdf/informacoes_basicas.pdf)> Acesso em 03/05/2002

SOLEDADE, Durval; PENNA, Estella; SÁ, Eduardo; GORGULHO, Luciane. Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para as pequenas e médias empresas. **Revista do BNDES**, n.6, dez. 1996. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/durval.pdf>> Acesso em: 03/05/2002.

SOUZA NETO, José A.; STAL, E. Financiamento de Risco para a inovação tecnológica na empresa. **Revista de Administração**, FEA, São Paulo, v.26.n.4, p. 34-47,out/dez. 1991..

SOUZA E SILVA, Carla Maria . Inovação e Cooperação: O Estado das Artes no Brasil. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v.7.n.13 p.65-88.Jun/2000

**VENTURE CAPITAL OPPORTUNITIES IN EUROPE** Revista Eletrônica disponível em disponível em: <<http://www.europeanvc.com/figures.htm>>. Acesso em 03/07/2002

YIN, Robert K. **Estudo de caso : planejamento e métodos**. 2.<sup>a</sup> ed. Porto Alegre: Bookman, 2001

## **ANEXO A -Instrução Normativa 209/94 (Atualizada)**

---

### **TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 209, DE 25 DE MARÇO DE 1994, COM AS ATUALIZAÇÕES VIGENTES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES**

**CVM Nºs 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02.**

### **INSTRUÇÃO CVM Nº 209, DE 25 DE MARÇO DE 1994**

*Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes.*

O Presidente da Comissão de Valores Mobiliários torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 15 de março de 1994, e tendo em vista o disposto na RESOLUÇÃO Nº 1.787, de 1º de fevereiro de 1991, do Conselho Monetário Nacional e no art. 19 da LEI Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976,

RESOLVEU:

### **CAPÍTULO I**

#### **DA CONSTITUIÇÃO E DAS CARACTERÍSTICAS**

Art. 1º O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes".

§ 1º Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão. (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002)*

§ 2º O limite previsto no § 1º deste artigo será determinado no momento do primeiro investimento, mas não terá aplicação quando o Fundo subscrever ou efetuar novas aquisições de ações ou outros valores mobiliários daquelas mesmas companhias.

§ 3º É vedado ao Fundo investir em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 200.000.000,00 (duzentos milhões de Reais). (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002)*

§ 4º É vedado ao Fundo investir em sociedade na qual quotistas ou administradores do Fundo, ou respectivos cônjuges ou parentes até o 2º grau, participem, direta ou indiretamente, individualmente ou em conjunto, em percentagem superior a 10% do capital social, ou na qual ocupem cargos de administração, ressalvado o exercício, pelos administradores do Fundo, de cargos obtidos em função do exercício dos direitos relativos aos valores mobiliários integrantes de carteiras por eles administradas na qualidade de administradores de carteiras de terceiros. (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

Art. 2º O Fundo terá prazo máximo de duração de 10 (dez) anos, contados a partir da data da autorização para funcionamento pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. O prazo de duração será prorrogável, uma única vez, por até mais 5 (cinco) anos, por aprovação de 2/3 da totalidade das quotas emitidas, em Assembléia Geral especialmente convocada com esta finalidade.

Art. 3º Uma vez constituído o Fundo, o administrador deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários autorização para o seu funcionamento.

§ 1º A autorização para funcionamento do Fundo de Investimento em Empresas Emergentes dependerá do cumprimento dos seguintes requisitos:

I - prévio registro de distribuição pública de quotas, se for o caso (art. 22, parágrafo único);

II - comprovação da subscrição da totalidade das quotas relativas ao patrimônio inicial; (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

III - termo de constituição do Fundo, registrado no Cartório de Títulos e Documentos.

§ 2º A subscrição total das quotas constitutivas do patrimônio inicial deverá ser encerrada no prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias, a contar da data da concessão do registro da distribuição de quotas pela Comissão de Valores Mobiliários, se cabível, ou da data da autorização para constituição do fundo, se destinada a colocação privada. (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

§ 3º Somente será permitida a emissão de quotas de valor igual ou superior a R\$ 20.000,00 (vinte mil Reais). (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002)*

§ 4º O Superintendente de Relações com Investidores Institucionais da CVM, em virtude de solicitação fundamentada e a seu exclusivo critério, pode prorrogar o prazo previsto no § 2º, por um período de no máximo 60 (sessenta) dias. (NR)

*(acrescentado pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

Art. 4º O regulamento do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes deverá obrigatoriamente dispor sobre:

I - qualificação da instituição administradora;

II - política de investimento a ser adotada pelo administrador, ativos que poderão compor a Carteira do Fundo, e o estabelecimento da política de diversificação;

III - taxa de ingresso ou critério para sua fixação;

IV - remuneração do administrador;

V - disponibilidade de informações para os quotistas, observado o disposto no capítulo IX;

VI - despesas e encargos do Fundo;

VII - possibilidade ou não de novas emissões;

VIII - possibilidade e condições de amortização de quotas;

IX - competência da Assembléia Geral de quotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação, observado o disposto no Capítulo IV.

§ 1º As taxas, despesas e prazos serão idênticos para todos os quotistas. (NR)

*(primitivo parágrafo único renumerado para § 1º pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

§ 2º O administrador pode estabelecer que parcelas da taxa de administração sejam pagas diretamente pelo fundo aos prestadores de serviços contratados, desde que o somatório dessas parcelas não exceda o montante total da taxa de administração fixada no regulamento do fundo. (NR)

*(acrescentado pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

Art. 5º Dependem de aprovação da Comissão de Valores Mobiliários os seguintes atos relativos ao Fundo:

I - alteração do regulamento;

II - indicação e substituição do diretor responsável pela administração do Fundo (art. 6º, § 2º);

III - substituição do administrador;

IV - fusão;

V - incorporação;

VI - cisão;

VII - liquidação;



VIII - emissão de novas quotas.

§ 1º Os atos previstos nos incisos II, III, e VIII deverão ser submetidos à Comissão de Valores Mobiliários previamente à sua formalização.

§ 2º O Banco Central do Brasil será informado pela Comissão de Valores Mobiliários da autorização para funcionamento do Fundo, bem como dos casos previstos nos incisos II a VII deste artigo, nos casos em que o Administrador seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

## **CAPÍTULO II**

### **DA ADMINISTRAÇÃO**

Art. 6º A administração do FUNDO, compete à pessoa física ou jurídica autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

§ 1º A administração do Fundo, quando exercida por pessoa jurídica, ficará sob a supervisão e responsabilidade direta de diretor da instituição administradora.

§ 2º Quando a administração do Fundo não for exercida por instituição financeira ou integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de colocação, emissão e resgate de quotas e de tesouraria, tais como:

I - abertura e movimentação de contas bancárias, em nome do Fundo;

II - recebimento de recursos quando da emissão ou integralização de quotas, e pagamento quando do resgate de quotas ou liquidação do Fundo;

III - recebimento de dividendos e quaisquer outros rendimentos;

IV - liquidação financeira de todas as operações do Fundo. (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 225, de 20 de dezembro de 1994)*



Art. 7º O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembléias gerais e especiais.

§ 1º O administrador poderá, igualmente, abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos e valores mobiliários, transigir, praticar, enfim, todos os atos necessários à administração da carteira, observadas as disposições desta Instrução.

§ 2º As instituições custodiantes dos títulos e valores mobiliários do Fundo somente poderão acatar ordens assinadas pelo(s) representante(s) legal(ais) ou mandatário do administrador, devidamente credenciado(s) junto a ele para esse fim (art. 11, inciso VI).

Art. 8º O administrador poderá, mediante aviso prévio de no mínimo 60 (sessenta) dias, endereçado a cada quotista, renunciar à administração do Fundo, devendo comunicar imediatamente o fato à Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Em se tratando de Fundos com quotas negociadas em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado, deverá ser adotado pelo administrador a mesma divulgação dispensada a fato relevante.

Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, no uso de suas atribuições legais, poderá descredenciar o administrador que deixar de cumprir as normas vigentes.

§ 1º O processo de descredenciamento terá início mediante notificação da Comissão de Valores Mobiliários ao administrador, com indicação dos fatos que o fundamentaram e do prazo para apresentação de defesa, não inferior a 15 (quinze) dias contados da data de recebimento da respectiva notificação.

§ 2º A decisão da Comissão de Valores Mobiliários que descredenciar o administrador será fundamentada, cabendo recurso ao Conselho Monetário Nacional, sem efeito suspensivo, no prazo de 15 (quinze) dias contados da data de recebimento da respectiva comunicação.

Art. 10. Nas hipóteses de renúncia e descredenciamento, ficará o administrador obrigado a convocar, imediatamente, a Assembléia Geral para eleger seu substituto, sendo facultado aos quotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das quotas emitidas, em qualquer caso, ou à Comissão de Valores Mobiliários, nos casos de descredenciamento, a convocação

da assembléia geral, caso o administrador não o faça no prazo de 15 (quinze) dias contados do evento.

Parágrafo único. O administrador deverá permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição.

### **CAPÍTULO III**

#### **DAS OBRIGAÇÕES DO ADMINISTRADOR**

Art. 11. Incluem-se entre as obrigações do administrador:

I - manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

- a) os registros de quotistas e de transferências de quotas;
- b) o livro de atas das assembléias gerais;
- c) o livro de presença de quotistas;
- d) o arquivo dos pareceres dos auditores;
- e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do Fundo;
- f) a documentação relativa às operações do Fundo, no período de cinco anos.

II - receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores do Fundo;

III - exercer ou alienar os direitos de subscrição de ações e outros valores mobiliários;

IV - empregar, na defesa dos direitos dos quotistas, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários a assegurá-los, inclusive ações, recursos e exceções;

V - custear as despesas de propaganda do Fundo;

VI - manter custodiados em banco comercial, banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, bolsa de valores ou entidade de custódia autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, os títulos e valores mobiliários integrantes do Fundo;

VII - o pagamento de multa cominatória, nos termos da legislação vigente, por dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução;

VIII - elaborar parecer a respeito das operações e resultados do Fundo, anualmente, encaminhando as demonstrações financeiras, do qual conste, entre outras informações e/ou comentários necessários, declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do Regulamento do Fundo;

IX - elaborar estudos e análises de investimento que fundamentem as decisões a serem tomadas, mantendo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e decisões tomadas;

X - atualizar periodicamente os estudos e análises, permitindo perfeito acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis cursos de ação que maximizem o resultado do investimento.

Parágrafo único. Qualquer benefício ou vantagem que o administrador venha a obter, que não esteja prevista no regulamento, deve ser imediatamente repassada para o Fundo.

## **CAPÍTULO IV**

### **DA ASSEMBLÉIA GERAL**

Art. 12. Compete privativamente à Assembléia Geral de quotistas:

I - tomar, anualmente, as contas relativas ao Fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;

II - alterar o regulamento do Fundo;

III - deliberar sobre a substituição do administrador;

IV - deliberar sobre a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do Fundo;

V - deliberar sobre a emissão de novas quotas;

VI - deliberar sobre alterações na taxa de remuneração do administrador, inclusive no que diz respeito à participação nos resultados do Fundo.

Parágrafo único. O regulamento do Fundo poderá ser alterado independentemente de Assembléia Geral ou de consulta aos quotistas sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento à expressa exigência da Comissão de Valores

Mobiliários, em consequência de normas legais ou regulamentares, devendo ser providenciada, no prazo de 30 (trinta) dias, a necessária comunicação aos quotistas, quando for o caso.

Art. 13. A convocação da Assembléia Geral far-se-á na forma estipulada no Regulamento do Fundo.

§ 1º Independentemente da convocação prevista neste artigo, será considerada regular a Assembléia Geral à qual comparecerem todos os quotistas.

§ 2º A Assembléia Geral poderá ser convocada pela instituição administradora ou por quotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de quotas emitidas pelo Fundo.

Art. 14. Na Assembléia Geral, que poderá ser instalada com qualquer número, as deliberações serão tomadas pelo critério da maioria de quotas dos presentes, correspondendo a cada quota um voto, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15.

Parágrafo único. Deverão ser aprovadas pela maioria das quotas emitidas as deliberações relativas às matérias previstas nos incisos III, IV e VI, do art. 12, e, salvo se já prevista no Regulamento, a emissão de novas quotas (inciso V, do art. 12).

Art. 15. As deliberações da Assembléia Geral poderão ser tomadas mediante processo de consulta formalizada em carta, telex ou telegrama dirigido pela instituição administradora a cada quotista para resposta no prazo máximo de 30 (trinta) dias.

§ 1º Da consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

§ 2º A ausência de resposta será considerada como anuência por parte dos quotistas, desde que tal interpretação seja autorizada expressamente pelo regulamento do Fundo e conste da própria consulta.

§ 3º O "quorum" das deliberações tomadas na forma deste artigo será o de maioria absoluta das quotas emitidas, independentemente da matéria.

Art. 16. Somente poderão votar na Assembléia Geral os quotistas inscritos no "Registro dos Quotistas" ou na conta de depósito, conforme for o caso, 3 (três) dias antes da data fixada para sua realização.

Art. 17. Terão qualidade para comparecer à Assembléia Geral ou para votar no processo de deliberação por consulta, os representantes legais dos quotistas ou seus procuradores legalmente constituídos.

## **CAPÍTULO V**

### **DA EMISSÃO, COLOCAÇÃO, NEGOCIABILIDADE E RESGATE DE QUOTAS**

Art. 18. As quotas do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes corresponderão a frações ideais de seu patrimônio e assumirão a forma nominativa.

§ 1º As quotas poderão ser representadas por Certificados de Investimento ou mantidas em contas de depósitos em nome de seus titulares, conforme estabelecer o regulamento do Fundo.

§ 2º A propriedade das quotas nominativas presume-se pelo registro do nome do quotista no livro de "Registro de Quotas Nominativas" ou da conta de depósito das quotas, aberta em nome do quotista.

Art. 19. O Certificado de Investimento, quando dotado, conterá:

- I - a denominação "CERTIFICADO DE INVESTIMENTO";
- II - o nome do Fundo e o número de seu registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;
- III - as seguintes informações sobre a instituição administradora:
  - a) denominação e local da sede;
  - b) referência à autorização da Comissão de Valores Mobiliários (art. 3º);
  - c) número de registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;

IV - nome do quotista;

V - número de ordem do certificado;

VI - quantidade de quotas por ele representadas;

VII - local e data de emissão;

VIII - assinatura autorizada do administrador ou do diretor responsável do administrador, admitida a chancela mecânica.

Art. 20. O Certificado de Investimento ou o extrato de conta de depósito representará número inteiro e/ou fracionário de quotas pertencentes ao quotista, conforme os registros do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes.

Art. 21. Somente poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou balcão as quotas do Fundo que tenham sido objeto de distribuição pública previamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários. (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

§ 1º As quotas do Fundo só poderão ser negociadas, no mercado de bolsas ou de balcão, após a integralização do preço de emissão.

§ 2º Na hipótese das quotas de Fundo serem admitidas em bolsa de valores, só poderão ocorrer negociações com estas quotas fora de bolsa, nas seguintes hipóteses:

I - quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição;

II - quando relativas à negociação privada.

§ 3º As quotas do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes somente poderão ser objeto de colocação junto ao público através de banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora, atendidas as formalidades exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º A colocação pública de quotas do Fundo será precedida de anúncio de início de distribuição, previamente aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários, do qual constem

as informações necessárias para o investidor, publicado em jornal de grande circulação da(s) localidade(s) em que seja efetuada a distribuição.

§ 5º Aplicam-se às quotas dos Fundos o disposto na DELIBERAÇÃO CVM Nº 20, de 15/02/85, ou seja, a participação de sociedades ou profissionais integrantes do sistema de distribuição, comprando ou vendendo, torna pública a negociação.

Art. 22. O pedido de registro de distribuição de quotas na Comissão de Valores Mobiliários será formulado pelo administrador, instruído com os seguintes documentos:

I - deliberação do administrador relativa ao projeto de constituição do Fundo, da qual deverá constar o inteiro teor do seu regulamento, registrado no Cartório de Títulos e Documentos situado na sede do administrador, e o patrimônio inicial do Fundo;

II - indicação do diretor da instituição administradora responsável pela administração do Fundo, se for o caso;

III - outros documentos que sejam necessários à completa divulgação da distribuição.

§ 1º A critério da Comissão de Valores Mobiliários poderá ser dispensado o prévio registro quando a distribuição pública: (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002)*

I - restringir a subscrição a valores superiores a R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil Reais) por investidor; ou (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002)*

II - destinar-se a um público investidor constituído de no máximo 35 pessoas.

§ 2º Negociações secundárias das quotas objeto da distribuição a que se refere o parágrafo 1º, deste artigo, deverão observar os requisitos previstos nesse parágrafo 1º.

Art. 23. A emissão, subscrição e integralização de quotas atenderão aos termos, condições e valores estipulados no Regulamento e informados no processo de registro de distribuição na Comissão de Valores Mobiliários, quando for o caso.

§ 1º Todas as quotas do Fundo asseguram os mesmos direitos a seus detentores.



§ 2º No ato de subscrição das quotas o subscritor assinará a lista ou boletim individual de subscrição, que serão autenticados pelo administrador, ou pela instituição autorizada a processar a subscrição e integralização das quotas.

§ 3º Da lista ou boletim de subscrição deverão constar:

I - nome e qualificação do subscritor;

II - número de quotas subscritas;

III - preço de subscrição e valor total a ser integralizado;

IV – informações sobre o prazo para integralização das quotas. (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

§ 4º A subscrição poderá ser feita por meio de carta dirigida à instituição administradora observadas as disposições deste artigo.

Art. 24. As importâncias recebidas na integralização de quotas deverão ser depositadas em banco comercial, em nome do Fundo em organização, sendo obrigatória sua imediata aplicação em títulos de renda fixa, públicos ou privados.

Parágrafo único. Caso não seja obtida a autorização nos termos previstos no art. 3º, os recursos financeiros do Fundo serão imediatamente rateados entre os subscritores, nas proporções dos valores integralizados, corrigidos monetariamente, acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do Fundo.

Art. 25. Nos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes não haverá resgate de quotas, a não ser pelo término do prazo de duração ou liquidação do Fundo.

## **CAPÍTULO VI**

### **DA COMPOSIÇÃO E DIVERSIFICAÇÃO DA CARTEIRA**

Art. 26. Uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes.

§ 1º A parcela de suas aplicações que não estiver aplicada em valores mobiliários de empresas emergentes deverá, obrigatoriamente, estar investida em quotas de fundos de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do administrador, ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

§ 2º Para atendimento do limite mínimo previsto no "caput" deste artigo, admitir-se-á que as posições diárias em valores mobiliários de empresas emergentes atinjam a 50% (cinquenta por cento) do valor total das aplicações, desde que a média, a cada 180 (cento e oitenta) dias, obedeça ao percentual mínimo de 75% (setenta e cinco por cento) do valor total das aplicações.

§ 3º O desenquadramento do Fundo aos limites estabelecidos neste artigo e seus parágrafos, por um período corrido de 360 dias implicará obrigatoriamente na distribuição dos valores correspondentes a seus quotistas.

Art. 27. Os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes deverão, obrigatoriamente, destacar em seus prospectos os riscos inerentes à concentração da carteira resultante de suas aplicações.

Art. 28. As ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários serão sempre expedidas com identificação precisa do Fundo.

## **CAPÍTULO VII**

### **DOS ENCARGOS DO FUNDO**

Art. 29. Constituirão encargos do Fundo, além da remuneração de que trata o inciso IV, do artigo 4º, as seguintes despesas, que poderão ser debitadas pelo administrador:

I - taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do Fundo;

II - despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e periódicos, previstas nesta Instrução ou na regulamentação pertinente;

III - despesas com correspondência do interesse do Fundo, inclusive comunicações aos quotistas;

IV - honorários e despesas dos auditores encarregados da revisão das demonstrações financeiras do Fundo e da análise de sua situação e da atuação do administrador, inclusive com relação à política de investimento fixada nos estatutos e prospectos;

V - emolumentos e comissões pagas por operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários do Fundo;

VI - honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em razão de defesa dos interesses do Fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, imputada ao Fundo, se for o caso;

VII - parcela de prejuízos eventuais não decorrentes diretamente de culpa ou negligência do administrador no exercício de suas funções;

VIII - prêmios de seguro, bem como quaisquer despesas relativas à transferência de recursos do Fundo entre bancos;

IX - quaisquer despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do Fundo e à realização de Assembléia Geral de quotistas;

X - taxa de custódia de títulos e valores mobiliários do Fundo.

Parágrafo único. Quaisquer despesas não previstas como encargos do Fundo correrão por conta do administrador.

## **CAPÍTULO VIII**

### **DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS**

Art. 30. O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes terá escrituração contábil própria.

Art. 31. As demonstrações financeiras do Fundo estarão sujeitas às normas de escrituração expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão auditados, anualmente, por auditor independente, registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. As demonstrações financeiras das empresas emergentes cujos valores mobiliários constem da carteira do Fundo de Investimento em Empresas Emergentes deverão

ser auditadas, anualmente, por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

## **CAPÍTULO IX**

### **DAS INFORMAÇÕES**

Art. 32. Deverá ser fornecido ao investidor, obrigatória e gratuitamente, no ato de seu ingresso como quotista do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, contra recibo:

I - exemplar do regulamento do Fundo, referido no art. 4º;

II - breve histórico sobre o administrador;

III - documento de que constem claramente as despesas com comissões ou taxa de subscrição, distribuição e outras com que o investidor tenha de arcar.

Art. 33. O administrador do Fundo é obrigado a divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante a ele atinente, de modo a garantir a todos os quotistas acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões quanto à permanência no Fundo e aos demais investidores quanto à aquisição das quotas.

Art. 34. O administrador do Fundo deverá remeter à Comissão de Valores Mobiliários:

I - semestralmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento desse período, as seguintes informações:

a) valor patrimonial da quota;

b) composição da carteira, discriminando quantidade e espécie dos títulos e valores mobiliários que a integram;

c) balanço e demais demonstrações financeiras do Fundo;

d) relação das instituições encarregadas da prestação dos serviços de custódia de títulos e valores mobiliários componentes da carteira.

II - anualmente, no prazo de 90 (noventa) dias após o encerramento do período, as seguintes informações:

a) balanço anual e demais demonstrações financeiras acompanhadas de parecer do

auditor independente;

b) o valor patrimonial da quota;

c) os encargos debitados ao Fundo, conforme disposto no art. 29, devendo ser especificado seu valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio mensal do Fundo;

Parágrafo único. No caso do Fundo ter suas quotas admitidas a negociação no mercado, o administrador deverá fazer publicar, nos termos do § 4º do art. 21, o balanço e demais demonstrações financeiras anuais e parecer de auditoria no prazo de 90 (noventa) dias do encerramento do exercício.

Art. 35. O administrador deverá colocar à disposição dos quotistas, além das informações previstas no art. 34:

I - semestralmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento do período, as seguintes informações:

a) movimentação da carteira no semestre em valores mobiliários emitidos pelas empresas emergentes; e

b) balanço e demonstrações financeiras semestrais das empresas emergentes emissoras dos valores mobiliários constantes da carteira do Fundo;

II - anualmente, no prazo de 90 (noventa) dias após o encerramento do período, as seguintes informações:

a) movimentação no exercício da carteira em valores mobiliários emitidos pelas empresas emergentes;

b) balanço e demonstrações financeiras anuais, acompanhadas do parecer de auditor independente, das empresas emergentes emissoras dos valores mobiliários constantes da carteira do Fundo.

Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá a qualquer tempo requisitar as informações previstas neste artigo.

Art. 36. O administrador deverá remeter anualmente ao quotista:

I - Saldo do quotista em número de quotas e valor;

II - comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda.

Art. 37. Qualquer texto publicitário para oferta de quotas, anúncio ou promoção do Fundo não poderá divergir do conteúdo do seu regulamento.

Parágrafo único. Caso o texto publicitário apresente incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a Comissão de Valores Mobiliários poderá exigir que as retificações e os esclarecimentos sejam veiculados, com igual destaque, através do(s) veículo(s) usado(s) para divulgar o texto publicitário original.

## **CAPÍTULO X**

### **DAS VEDAÇÕES**

Art. 38. É vedado ao administrador, em nome do Fundo:

I - receber depósito em conta corrente;

II - contrair ou efetuar empréstimos sob qualquer modalidade;

III - prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma;

IV - negociar com duplicatas, notas promissórias, excetuadas aquelas de que trata a INSTRUÇÃO CVM Nº 134, de 01 de novembro de 1990, ou outros títulos não autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários;

V - prometer rendimento predeterminado aos quotistas;

VI - aplicar recursos:

- a) no exterior;
- b) na aquisição de bens imóveis;
- c) na subscrição ou aquisição de ações de sua própria emissão.

Art. 39. É vedado ao administrador vender à prestação quotas do Fundo.

## **CAPÍTULO XI**

### **DO PRAZO DE CONCESSÃO DAS AUTORIZAÇÕES**

Art. 40. Serão concedidas, no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data do protocolo de entrada do pedido na Comissão de Valores Mobiliários, devidamente instruído com a respectiva documentação, as autorizações previstas nesta Instrução.

Art. 41. A autorização considerar-se-á automaticamente concedida se o pedido não for denegado no prazo referido no art. 40.

Parágrafo único. O pedido não instruído com a documentação pertinente será liminarmente indeferido, informando-se o requerente da decisão.

Art. 42. O prazo de 30 (trinta) dias será suspenso uma única vez, se a Comissão de Valores Mobiliários solicitar documentos ou informações adicionais necessárias ao exame do pedido de autorização ou condicioná-la a modificações na documentação pertinente.

§ 1º Será concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias, contados do recebimento, pelo requerente, da correspondência respectiva, para o atendimento das eventuais exigências, sob pena de ser denegado o pedido.

§ 2º É assegurado à Comissão de Valores Mobiliários, para manifestação final, período correspondente a 5 (cinco) dias úteis, caso o restante do prazo previsto no "caput" seja inferior.

Art. 43. A denegação do pedido de autorização será comunicada ao interessado através de carta com Aviso de Recebimento (AR).

## CAPÍTULO XII

### DAS DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Art. 44. Aplica-se ao administrador ou à instituição administradora, e a seus administradores diretamente responsáveis pela administração do Fundo, o disposto no artigo 11 da LEI Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, independentemente de outras sanções legais cabíveis.

Art. 45 O administrador que não encaminhar à Comissão de Valores Mobiliários as informações previstas nesta Instrução, ficará sujeito à multa cominatória diária de R\$ 200,00 (duzentos reais), que incidirá a partir do primeiro dia útil subsequente ao término dos prazos determinados para o cumprimento da obrigação, sem prejuízo da responsabilidade dos administradores nos termos do inciso V, do art. 9º e art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (NR)

*(redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002)*

Art. 46. Aplicam-se aos intermediários da distribuição pública, no que couber, as normas estabelecidas na INSTRUÇÃO CVM Nº 13 de 30/08/80.

Art. 47. Esta Instrução entrará em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União.

THOMÁS TOSTA DE SÁ  
PRESIDENTE







COMPRA ( ) DOAÇÃO (x) DATA 22/11/02

PROCEDÊNCIA.: \_\_\_\_\_

NF Nº: \_\_\_\_\_

PREÇO: \_\_\_\_\_

OR.: \_\_\_\_\_

INDICAÇÃO: Mestrado

CCAP ( )

CEAP ( )

FACESP (x)

MESTRADO ( )