

**LUNA, Francisco Vidal. Pequenas e Médias Empresas e a Atuação das Venture Capital. *Revista Tibiriçá*. São Paulo, (18): 63-74, jan/jun. 1983.**

# AS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E A ATUAÇÃO DAS “VENTURE CAPITAL” (\*)

Francisco Vidal Luna

*Professor da Faculdade de Economia e Administração da  
Universidade de São Paulo  
e do Instituto de Pesquisas Econômicas (IPE- USP).*

Quando se estuda o desenvolvimento recente da economia brasileira, a atenção concentra-se normalmente no papel dinâmico desempenhado pela grande empresa, seja ela controlada por capitais privados nacionais, pelo Estado ou por companhias multinacionais. A pequena e média empresa (PME) é vista, usualmente, como um mal necessário, que merece a atenção do Estado pela sua tradicional dificuldade de sobrevivência dada sua deficiente estrutura econômica, financeira e administrativa.

Apesar da enorme variedade de medidas governamentais em prol da pequena e média empresa, seus resultados tornam-se de modo geral insuficientes para fortalecer tal segmento da economia. De modo geral, as próprias medidas de política econômica - tabelamento de preços, aumento de impostos, restrições aos créditos etc. - tornam-se instrumentos que penalizam a PME com muito maior intensidade do que as práticas usuais que procuram auxiliá-las.

Ademais, cabe colocar a PME em seu efetivo papel no contexto econômico, não só no Brasil, mas inclusive em países desenvolvidos. De modo geral, cabe à PME um importante papel tanto na criação de empregos, como da produção, e cuja atuação mostra-se usualmente, menos sujeita ao ciclo do que a grande empresa.

Além disso, nos países industrializados, nos quais se cria tecnologia de ponta, as PME's desempenham um papel fundamental no desenvolvimento a aplicação de novos processos.

É interessante notar-se que a maioria dos problemas enfrentados pelas PME's nesses países são comuns àqueles defrontados por tais empresas no Brasil, sendo a insuficiente estrutura de capital um dos principais entraves a impedir seu crescimento a muitas vezes sua própria viabilidade. Nesses países, em particular nos Estados Unidos, o aporte de capital de risco através das *Venture Capital* se tem mostrado da maior importância, explicando a existência de algumas das importantes empresas que hoje atuam em área de alta tecnologia, tais como, computadores, genética etc.

Assim, objetivamos neste artigo situar a importância das PME's em vários países e estudar a experiência dos EUA na atuação das *Venture Capital*, instrumento que poderia constituir também um importante fator de fortalecimento da PME em nosso país.

---

\* Agradecemos a colaboração do Codimec-Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais, cujo apoio financeiro possibilitou a realização deste estudo.

## 1. O PAPEL DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

Em todos os países, independentemente do nível de industrialização, cabe um papel fundamental à PME, tanto do ponto de vista econômico como social. Sua importância pode ser resumida nos seguintes pontos<sup>(1)</sup>:

- capacidade de absorção de significativos contingentes de mão-de-obra, a baixo custo e com menores exigências em termos de qualificação. A PME é uma importante escola de formação de mão-de-obra para a grande empresa;
- importante participação na geração do produto, aumentando significativamente a estabilidade da economia e sua diversificação;
- importante contribuição na solução dos desequilíbrios regionais, e no processo de fortalecimento do interior, dada sua maior flexibilidade em termos de localização;
- sua ação de complementar à grande empresa, operando em setores incompatíveis para a escala da mesma.

"Embora a industrialização provoque o aparecimento de grandes unidades de produção, e mesmo considerando que um significativo número de empresas pequenas evolua para a formação de maiores núcleos produtivos, no entanto o que ocorre é que as pequenas indústrias absolutamente desaparecem do cenário. Elas normalmente se transformam em unidades mais modernas.

"Tudo indica que as grandes empresas representam uma característica do estágio moderno do desenvolvimento industrial, mas elas não expressam a verdadeira história desta evolução. Isto porque um país pode apresentar uma estrutura industrial mais produtiva quando existe uma combinação ideal das grandes e pequenas unidades de produção, na qual o papel de cada uma é determinado com base na eficiência econômica dos fatores de produção do setor<sup>(2)</sup>."

Assim, é inegável a importância do segmento representado pelas PME's; no caso brasileiro podemos apresentar alguns números que ilustram sobremaneira tais conclusões. Se considerarmos como PME's aquelas que empregam menos de 250 pessoas verificamos, através dos dados do censo de 1970, que na indústria o número de estabelecimentos naquele estrato representava 98,97% dos estabelecimentos; ocupava 56,55% da mão-de-obra empregada e comparecia com um percentual de 55,38% no valor da produção (cf. Tabela 1).

**TABELA 1**  
**INDÚSTRIA - IMPORTÂNCIA DAS PME**

Classe Pessoal Ocupado	Estabelecimentos		Pessoal Ocupado		Valor da Produção	
	Número	%	Número	%	Cr\$	%
1 a 19	146.187	88,71	654.854	24,25	17.319	15,19
20 a 99	14.106	8,56	600.617	22,25	24.344	21,35
100 a 249	2.805	1,70	433.279	10,05	21.479	18,84
250 a 499	1.047	0,64	363.179	13,45	18.473	16,20
599 e +	648	0,39	648.040	24,00	32.398	28,42
Total	164.793	100%	2.699.969	100%	114.013	100%

Fonte: Bortoli Neto, Adelino. *Tipologia de Problemas das Pequenas e Médias Empresas*, São Paulo, FEA-USP, tese não publicada, 1980.

Se desagregarmos tais informações, verificaremos que, nos setores tradicionais da economia, a PME representa a própria forma da organização da indústria. Assim, em setores tais como mobiliário, couro, madeira e alimentos, sua contribuição tanto ao valor da produção como ao número de pessoas empregadas ultrapassa a marca dos 80%.

Nos Estados Unidos, apesar de seu elevado grau de desenvolvimento industrial, e de sediar as maiores empresas internacionais, verifica-se que a PME contribuiu em larga medida, não só para o estágio de bem estar alcançado, como para a própria estabilidade econômica, política e social do país.

Segundo um estudo da National Association of Securities Dealers Inc.(NASD) <sup>(3)</sup>, a grande diversidade econômica americana é obtida graças à ação dos pequenos e médios empresários, que compõem uma significativa parcela da riqueza gerada. Assim, as PME's representam 55% dos empregos do setor privado, 48% da produção do setor privado do país e 43% do PNB.

São características essenciais das PME's naquele país:

- desde o início do século, mais da metade de todas as invenções e inovações industriais foram de responsabilidade da pequena empresa;
- estudo da Fundação Nacional da Ciência, cobrindo o período de 1954 a 1973, demonstra que as pequenas empresas produzem cerca de quatro vezes mais inovações por dólar gasto em pesquisas e desenvolvimento do que as firmas de médio porte, e de 24 vezes mais do que as firmas grandes;
- entre 1969/1976 as PME's foram responsáveis por 2/3 dos empregos líquidos gerados; os demais 1/3 foram criados pelo governo. As grandes corporações não participaram com a criação líquida de nenhum emprego <sup>(3)</sup>;
- As PME's mostram-se mais estáveis no ciclo, tanto em relação ao emprego como ao produto;
- trabalho recente considerou para estudo 325 empresas, subdivididas em duas categorias: com menos de 20 anos de vida e menos de 5 anos:

tomando-se este último grupo verificou-se que, em 1976, de cada US\$ 100 de capital acionário investido nas 77 empresas mais novas, geraram-se US\$ 70 de vendas de exportações, gastaram-se US\$ 33 em pesquisa e desenvolvimento, pagaram-se US\$ 15 de imposto de renda ao governo federal e US\$ 15 de impostos estaduais e municipais, e, ademais, geraram-se US\$ 15 de imposto de renda pessoa física ao governo federal, através dos empregos criados pelo investimento. Ou seja, o governo obteve US\$ 45 para um investimento de US\$ 100<sup>(4)</sup>.

As características e a importância da PME nos Estados Unidos significam um exemplo representativo do papel desse segmento produtivo em outros países. Na verdade a pequena e média empresa representa a regra de organização das atividades produtivas e não a exceção, tanto em países desenvolvidos, como em países em processo de desenvolvimento. Tal conclusão pode ser facilmente evidenciada pela Tabela 2; nela apresentamos a contribuição da PME no setor manufatureiro de vinte países.

**TABELA 2**  
**IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DAS PME**  
**(Países Selecionados)**

Países (por ordem de PNB)	Participação das PME no Setor Manufatureiro		
	% do número de empresas	Participação no valor adicionado	Participação no emprego
Estados Unidos	97	43 (1)	57
Japão	99	54	79
Alemanha	95	33	37
França	93	50	41
Inglaterra	96	17	21
Canadá	99	42 (1)	66
Brasil	99	52	65
Espanha	90	nd	70
Holanda	nd	nd	56
Índia	99	nd	95
Suécia	98	nd	35
México	99	77	88
Turquia	99	41	59
Nigéria	99	23	95
Filipinas	96	22	40
Coréia	96	34	48
Grécia	93	20	42
Colômbia	93	33	45
Tailândia	97	40	60
Israel	87	nd	32

(1) Contribuição de todas as PME ao produto, a não só aquelas representativas do setor manufatureiro.

FONTE: GILL, David - *Venture Capital Activities in Selected Countries*, International Finance Corporation, Washington, 1980.

A primeira constatação prende-se à participação da PME no total de indústrias de cada uma dessas nações. O peso relativo situa-se na maioria dos casos entre 95 a 99%, a demonstrar sua representatividade no segmento manufatureiro da maioria das nações. Mas o relevante nesse sentido é que sua contribuição não é só quantitativa, vinculada ao número de empresas. Na maioria dos países mesmo nos mais ricos, as PME's contribuem significativamente tanto no valor adicionado do setor manufatureiro, como no nível de emprego.

No Japão por exemplo, de acordo com o censo do comércio de 1975 dos 5,38 milhões de empregos engajados em setores outros que não a agricultura, silvicultura a pesca, 5,35 milhões (99,4%) eram pequenos negócios, dos quais 3,85 milhões eram empresas familiares, com 1 a 4 empregados. Dos 39,6 milhões (79%) estavam empregados em PME's, com as proporções de: 93% na construção 87% no atacado e varejo a 86% nos transportes a comunicações. Em 1975, as PME's produziram 51% do total da manufatura de produtos navais a 54% do valor adicionado na manufatura como um todo <sup>(5)</sup>.

Se tomarmos a França, verifica-se que no setor industrial, as PME's comparecem com cerca de 93% do total de empresas a empregam 41% da força de trabalho do setor; além disso, tais empresas participaram, em 1975, com 52% do total das exportações. Deve-se realçar que as mesmas contribuem com a média de 96% do número de empresas engajadas em campos de alta tecnologia oficialmente favorecidos, tais como engenharia, eletrônica, química e instrumentos de alta precisão. Em 1973 elas empregavam, relativamente às grandes, uma maior parcela de seus trabalhadores, em pesquisa a desenvolvimento - 10,8% as pequenas, 7,6% as médias contra 5% relativo às grandes <sup>(6)</sup>.

Vejam os casos da Alemanha. Nesse país, as PME's são responsáveis por mais da metade do Produto Nacional Bruto; empregam 60% dos trabalhadores e treinam 2/3 dos aprendizes. Segundo uma pesquisa feita recentemente, comprovou-se que as PME's são mais ágeis do que as grandes para se adaptarem às mudanças no ambiente econômico. Assim, das 61 mais recentes e importantes invenções alemãs, apenas 12 saíram dos laboratórios das grandes empresas <sup>(7)</sup>.

Se tomarmos países com estrutura econômica mais próxima da nossa, tais como a Espanha, Canadá e México, notamos que a participação no emprego situa-se sempre acima dos 66% (caso do Canadá), alcançando até 88%, no México. Neste último país, o valor da produção originada das PME's representa o elevado percentual de 77%.

Tais resultados, pertinentes tanto ao Brasil quanto a inúmeros outros países, demonstram a extrema importância das PME's e explicam a existência dos programas governamentais que visam dar-lhes maior apoio financeiro a/ou gerencial.

## **2. VENTURE CAPITAL E O APOIO A PME**

Em vários países industrializados, além dos programas usuais de apoio à PME, via entidades públicas, viabilizaram-se mecanismos de aporte de capital de risco, na forma das *Venture Capital*. Nesse particular a história de sua lenta implantação e efetiva viabilidade econômica realizou-se primeiramente nos Estados Unidos, espalhando-se depois para vários países europeus além do Canadá e Japão.

### **2.1 A história das *Venture Capital* nos Estados Unidos**

A história das *Venture Capital* nos Estados Unidos começa nos idos da década de 30, nos debates acerca da forma de suprir as PME's de recursos, em plena fase da grande depressão. Várias propostas de lei foram encaminhadas ao Congresso, visando criar mecanismos de apoio. Entretanto, nesse período nada de efetivo foi implementado, exceto o programa RFC - Reconstruction Finance Corporation, estabelecido em 1932, como esforço da administração no sentido de superar a depressão, e que visava orientar parte dos recursos para as PME's.

Com a guerra, o Governo aumentou sua influência sobre a atividade econômica, e abandonou por algum tempo o problema de capitalização da PME. Foram implantados apenas pequenos programas vinculados às empresas de pequeno porte, mas ligadas ao esforço de guerra.

Nos debates que se seguiram no início da década de 40, acerca dos eventuais mecanismos para suprir capital de risco às PME's, começou a modificar-se a idéia central, até então vigente, da necessidade de apoio à PME, como uma função paternalista do Estado. Pela primeira vez, associava-se a idéia do capital de risco com a possibilidade de lucro para o investidor.

Em 1943, o Presidente da SEC - Securities and Exchange Commission, sugeriu que companhias de investimentos deveriam considerar a hipótese de colocar parte de seus fundos em atividades de risco a que firmas com essa modalidade de aplicação deveriam ser formadas por grupos de investidores.

Em 1945, o Presidente do Federal Reserve Bank of Boston, Ralph Flanders, pleiteava que uma pequena parcela das aplicações das companhias de seguros, e outros fundos fiduciários pudesse ser aplicada em ativos com características de risco. Acreditava-se que um percentual da ordem de 5% não colocaria em risco a estabilidade financeira das instituições participantes, a por outro lado, possibilitaria o surgimento de novos empreendimentos, com os recursos provenientes do capital de risco.

Em junho de 1946, sob a presidência de Ralph Flanders organizava-se a American Research and Development Corporation (ARD), primeira *Venture Capital* dos Estados Unidos, a cuja história representa a própria gênese da formação dessa indústria no país. Além da diretoria, a ARD contava com um Conselho cuja Presidência foi exercida inicialmente pelo General Georges Doriot, professor de Harvard a que viria a ser o efetivo condutor da ARD e o mais representativo nome na história das *Venture Capital* nos Estados Unidos.

A ARD iniciou suas operações com um capital de US\$ 5 milhões, obtido de forma parcelada, através de várias ofertas públicas que atraíram pouco interesse dos investidores. Ao longo de sua vida de 26 anos de atividade, a sociedade enfrentou problemas dos mais sérios, principalmente nos seus primeiros anos de vida, quando os recursos com os quais contava, mostravam-se insuficientes para o nível de operações desejado pela administração.

Como forma operacional, a ARD simbolizava verdadeiramente uma *Venture Capital*. Sua participação nos empreendimentos era minoritária, temporária e procurava assistir tanto financeira como gerencialmente as empresas nas quais alocavam recursos. O retorno deveria ser constituído por ganhos de capital obtidos nas aplicações realizadas. As companhias a serem apoiadas deveriam caracterizar-se por empresas em fase de implantação ou nos seus primeiros anos de vida, mas com excepcional potencial de crescimento a retorno. Vários desses empreendimentos operavam em áreas cuja tecnologia mostrava-se então em franco desenvolvimento, como era o caso do setor de computação. O longo tempo de maturidade desses negócios (entre 7 e 10 anos), trouxe sérias dificuldades iniciais tanto pelo comprometimento dos escassos recursos com os quais operava a ARD, como pelo descrédito da sociedade, cujas ações foram negociadas por longo tempo com deságio relativamente elevado.

Apesar disso a firma persistiu, principalmente pelo dinamismo do General Doriot, a acabou por apresentar resultados satisfatórios, particularmente pelo desempenho da Digital Equipment Corporation, empresa na qual a ARD iniciou seus investimentos em 1957, com US\$ 70.000 a que atravessou sérias dificuldades, mas que acabou por proporcionar um ganho de capital excepcional: em 1971, sua aplicação na Digital Equipment, valia US\$ 355 milhões e representava parcela majoritária do patrimônio da ARD. O resultado final da sociedade, medido pelo valor de mercado das ações proporcionou uma taxa de retorno anual de 14,7%, ao longo de 26 anos, o que representa sem dúvida um excelente resultado.

Em 1972, a Textron <sup>(8)</sup> adquiriu o ativo da ARD (exceto as ações da Digital Equipment) em troca de ações da própria empresa. As ações da Digital Equipment foram distribuídas diretamente aos acionistas da ARD; o valor total por ação, recebido por estes acionistas, alcançou US\$ 67,76 (equivalente a um valor de US\$ 813 para cada ação originalmente emitida por US\$ 25), US\$ 57,94, em ações da Digital Equipment a US\$ 9.71 em ações da Textron, aos preços de mercado.

Paralelamente aos esforços da ARD constituíram-se outras *Venture Capital*, várias sob o comando das mais tradicionais e ricas famílias americanas. Assim, famílias como Rockefeller, Whitney e Phipps, contribuíram com significativa massa de recursos para a

atividade de *Venture Capital*, até o início da década de sessenta <sup>(9)</sup>. A família Phipps fundou a Bessemer Venture Partners que foi um dos primeiros investidores na International Paper and Ingersoll-Rand. Lawrence Rockefeller, em 1938 ajudou tanto a Eastern Air Lines, como a Douglas Aircraft. Na década de sessenta, membros da família Rockefeller fundaram a Venrock, que fez lucrativas aplicações na Intel, uma indústria bem sucedida de semicondutores e na Apple Computer.

Na década de sessenta, grandes corporações e bancos vieram a suprir o mercado de recursos, entrando ativamente nessa área. A seguir, empresas seguradoras, fundos de pensão e outros investidores institucionais, com grandes massas de recursos disponíveis, também passaram a ver nas aplicações de risco uma forma de alocar parte de seus ativos, sem comprometer a segurança de seus patrimônios. Ao mesmo tempo formavam-se dezenas de empresas independentes e geridas por pequenos grupos de *venture capitalist*.

### 3. CARACTERIZAÇÃO DAS VENTURE CAPITAL

O conceito de *Venture Capital* não tem uma definição precisa <sup>(10)</sup>, mas seu uso convencional aplica-se à atuação de um investidor ou grupo de investidores, no sentido de aportar recursos, na forma de capital de risco, para um empreendimento usualmente de pequeno porte. De modo geral, não se visa realizar uma aplicação permanente, nem assumir o controle da empresa; objetiva-se assumir parte do risco do negócio e obter, se bem sucedido, um significativo ganho de capital com a realização da posição acionária após um prazo relativamente longo de maturidade, que pode alcançar sete a dez anos.

Normalmente, durante o período no qual *permanece acionista* do empreendimento, a *Venture Capital* envolve-se intensamente na vida da empresa, dando-lhe assistência não só financeira, mas também gerencial.

Para diluir o risco inerente a tal atividade a *Venture Capital* procura diversificar sua carteira; entretanto, a própria diversificação fica limitada pela estrutura técnica e gerencial da *Venture Capital*: necessita-se de uma infra-estrutura mínima para acompanhar e dar assistência permanente às empresas nas quais investe. A tradição americana tem como regra geral que entre dez aplicações de risco efetuadas, duas terão grande êxito, duas irão falir, e seis ficarão nos estágios intermediários. Isso coloca a delicada questão à administração da *Venture Capital*, de saber até quando deve continuar socorrendo financeiramente um empreendimento, após haver investido um determinado montante de recursos, tanto na forma de capital como de empréstimo.

Além dessa necessidade de acompanhamento sistemático, a *Venture Capital* necessita estudar permanentemente novas alternativas que se oferecem. Calcula-se que as mais ativas recebam de 500 a 1000 propostas de negócios por ano, a que chegam das mais variadas fontes, quer diretamente, ou através de instituições financeiras, empresas de consultoria, advogados, e mesmo de outras *Venture Capital* <sup>(11)</sup>.

Outra questão a merecer constante atenção das *Venture Capital* refere-se à forma de saída do empreendimento. Para viabilizar a realização das importâncias investidas, é comum que se estabeleça desde o início algum acordo entre as partes, envolvendo a futura abertura de capital ou a venda da posição acionária aos controladores da empresa. Como caminho alternativo, é bastante usual também a aquisição de todo o lote de ações de propriedade da *Venture Capital* por parte de uma grande corporação, que eventualmente assume o próprio controle do empreendimento.

Outra característica da atividade de risco que gostaríamos de salientar, refere-se aos estágios usualmente percorridos por uma empresa e que repercutem na ação das *Venture Capital*, quanto a entrada no empreendimento, necessidade de novos aportes de recursos e viabilização de saída do negócio <sup>(12)</sup>:

**Start-ups:** companhias sendo organizadas, ou aquelas que já estão em atividade há pouco tempo, mas ainda não completaram seu protótipo. O capital para esta fase provém usualmente da riqueza individual, de fontes informais e eventualmente de firmas de *Venture Capital*, algumas das quais aceitam participar nesse estágio do negócio. É a fase de maior risco e na qual o investidor exige a maior taxa de retorno <sup>(13)</sup>.

**Primeiro estágio:** fase de desenvolvimento do produto e organização da linha de produção; nesse estágio os recursos bancários ainda são escassos, representando o momento mais comum do aporte de recursos das *Venture Capital*.

**Segundo estágio:** período de início da produção a que demanda montantes crescentes de capital de giro, recorrendo usualmente às *Venture Capital* para novos aportes *complementares*.

**Terceiro estágio:** fase de crescimento acelerado da empresa, que amplia rapidamente suas vendas. É possível que nessa fase a *Venture Capital* aplique ainda mais recursos na empresa para consolidar sua posição no mercado. Espera-se também que nesse período se realize a abertura do capital, possibilitando, se desejada, a realização da posição acionária.

O investidor de risco não se restringe apenas a empreendimentos em fase de implantação, mas também coopera na concretização de negócios por parte de administradores profissionais <sup>(14)</sup> que se interessam pela aquisição das companhias que gerenciam, usualmente familiares, ou divisões de certo vulto pertencentes a grandes corporações, que se desinteressam pela atividade desenvolvida por tal área. Nos dois casos, *Venture Capital* pode dar suporte financeiro à concretização do negócio, como inclusive participar ativamente das negociações, viabilizando outras fontes adicionais de recursos.

Como o risco é inerente à atividade de *Venture Capital*, espera-se obter uma taxa de retorno compatível. Como conseqüência, muitas firmas de *Venture Capital* não consideram como viável qualquer investimento que não possa oferecer uma expectativa de retorno de pelo menos 25% de taxa anual, ao longo do período de aplicação.

Conforme Russell L. Carson, Presidente da Citycorp Venture Capital <sup>(15)</sup>, poucos investidores fora da comunidade de *Venture Capital*, podem entender o grau de risco envolvido em uma aplicação. A taxa de perdas para uma *Venture Capital* típica varia entre 10 a 30% dos fundos investidos, dependendo da agressividade da política da empresa; o risco pode vir de uma série de causas, algumas das quais dificilmente previstas:

- em uma nova empresa o risco está na própria viabilidade do negócio. Até que o produto esteja em plena produção e sendo normalmente adquirido, é impossível ter a noção exata do seu custo efetivo ou da capacidade do mercado em absorvê-lo.
- o segundo tipo de risco é o da obsolescência, rápida e fatal em mercados de alta tecnologia, exatamente as áreas preferidas pelas atividades de risco.

- outro risco possível refere-se a eventual falta de recursos, quando dele se necessitar, em estágios avançados do desenvolvimento de um produto.
- caso se pague um valor excessivo pela posição inicial adquirida, pode tornar-se difícil oferecer um retorno compatível, embora uma empresa possa apresentar um bom desempenho no futuro.
- a *Venture Capital* está sujeita a riscos imprevisíveis, tais como a própria morte do principal empresário em cuja empresa se aplicou capital. Muitas vezes se investe em uma idéia, em uma determinada capacidade técnica, gerencial etc., dificilmente substituída sem problemas.
- o risco da iliquidez é outro dos mais sérios enfrentados por uma *Venture Capital*. Embora uma empresa possa apresentar desempenho satisfatório, seu resultado para a *Venture Capital* pode ser desastroso se não for solucionada satisfatoriamente a venda da respectiva posição acionária.

Conforme Stanley E. Pratt, no êxito de um novo empreendimento a "tecnologia é muito importante, porque a inovação é na realidade aquilo que abre e amplia os mercados. É a tecnologia que possibilita a inovação, via de regra. Com esta palavra, INOVAÇÃO, quero referir-me ao negócio a não ao produto. A inovação é em suma uma empresa bem sucedida" <sup>(16)</sup>.

Nos últimos anos, o mercado de *Venture Capital* que engloba aproximadamente 600 firmas, vive um período de franca atividade, em contraste com a situação no início da década de 70. Naquela época a frustração da rentabilidade das companhias de alta tecnologia, bem como as altas taxas sobre os ganhos de capital, prejudicaram a indústria de *Venture Capital*, somente com a redução dos tributos (de 49 para 28%), ocorrida em 1978, voltou a reanimar-se a atividade de risco nos EUA. O fluxo de novos recursos saltou de US\$ 39 milhões em 1977, para US\$ 570 milhões em 1978; no ano de 1980, calcula-se em US\$ 900 milhões, o montante de novos recursos aportados ao mercado, permitindo investimentos superiores a US\$ 1 bilhão, em novos negócios ou empresas em crescimento. Apesar da magnitude desses valores, a indústria de *Venture Capital*, com ativos de aproximadamente US\$ 5 bilhões, pode ser considerada "pequena" se comparada a outros estoques do mercado de capitais dos Estados Unidos, como por exemplo, os fundos de pensão, que somam US\$ 600 bilhões <sup>(17)</sup>.

### **3.1 Perfil das *Venture Capital***

Através dos resultados de um estudo realizado pela National *Venture Capital* Association (NVCA), pode-se ter uma idéia das operações de um grupo de firmas, membros da NVCA <sup>(18)</sup>; o trabalho abrange o período 1974-1979, e contém informações referentes a 55 *Venture Capital* de um grupo de 80 associadas da NVCA.

Os números referentes ao nível de atividade demonstram a ocorrência de significativo crescimento nas operações de *Venture Capital*, que passaram de uma importância anual em torno de US\$ 70 milhões no período 74/76, para US\$ 123 milhões em 1978 a US\$ 241 milhões em 1979. Note-se a significativa expansão ocorrida neste último período, consequência da modificação na legislação referente à tributação sobre ganhos de capital. Deve-se também evidenciar o aumento relativo dos recursos alocados em novos projetos <sup>(19)</sup> demonstrando o dinamismo da indústria; assim, em 1979, 59% dos recursos orientaram-se para 287 novos investimentos a 51, das 54 firmas que efetuaram aplicações nesse ano, realizaram operações com novas empresas.

Quanto ao saldo das aplicações ao final de 1979, seu valor alcançava US\$ 621 milhões, referentes aos investimentos efetuados em 1016 diferentes empresas, o que perfaz uma importância média de US\$ 621.225 por projeto a US\$ 11,3 milhões por carteira das *Venture Capital* analisadas.

Quanto à diversificação dos portfólios, nota-se, entre março de 1977 e dezembro de 1979, uma relativa mudança. Neste último ano, 74,5% das *Venture Capital* pesquisadas possuíam até 20 empresas, sendo a faixa modal aquela referente ao intervalo entre 11 a 20 companhias (43,6%). Em 1977, o segmento de 1 a 20 empresas perfazia 60% das *Venture Capital* e a moda correspondia à classe de 6 a 10 (cf. Tabela 3).

**TABELA 3**  
**DISTRIBUIÇÃO DAS POSIÇÕES CORRENTES**

Número total de companhias no portfólio das <i>Venture Capital</i>	Porcentagem dos membros da NVCA, Com portfólios de um determinado tamanho			
	Em 31/12/79	Em Março 1977	Em Março 1976	Em Setembro 1974
1 -- 5	12,7	8,9	22,2	14,5
6 – 10	18,2	26,7	20,0	16,4
11 – 20	43,6	24,4	22,2	29,1
21 – 30	5,5	22,2	22,2	20,0
31 – 40	10,9	8,9	2,2	10,9
41 +	9,1	8,9	1,1	9,1
	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE: BROPHY, David J., SCHAEFER, Peter L. - *Venture Capital Investment, 1977-1979*. The National *Venture Capital* Association. Divisão de Pesquisa da Universidade de Michigan; junho 1980, p. 12.

Ao final de 1979, 20 das *Venture Capital* pesquisadas possuíam portfólios com valor igual ou inferior a US\$ 5 milhões; tais firmas possuíam aplicações em 189 empresas, com a média de US\$ 284 mil por empresa. As *Venture Capital* com carteiras entre 5 e 15 milhões de dólares, somavam 16 firmas, com 520 empresas em carteira e média de US\$ 447 mil por projeto. O segmento seguinte, ou seja, aquele constituído por *Venture Capital* que declararam portfólios situados entre 15 a 30 milhões, perfizeram apenas sete firmas, investidas em 182 diferentes empreendimentos, com um valor médio de US\$ 692 mil. Por fim, três firmas ultrapassavam a casa dos trinta milhões de dólares. com investimentos em 125 empresas O portfólio das últimas somava US\$ 215.9 milhões (14,2 % do valor total da amostra) e a carteira média alcançava US\$ 1.7 milhões.

De tais números, pode-se concluir que as *Venture Capital* nos Estados Unidos distribuem-se por uma ampla variedade de tamanho, de menos de US\$ 1 milhão até mais de US\$ 30 milhões. Verifica-se, também, uma proporcionalidade entre o seu porte, o valor médio por negócio e número de empresas no seu portfólio.

Por fim, em relação aos setores de atividade pelos quais se distribuíram as aplicações iniciais, verifica-se que no período 1976/1979, apesar das mudanças ocorridas, não se alterou essencialmente a estrutura dos investimentos. O setor de computadores mantém a liderança das novas aplicações, passando de 19,3% em 1976, para 30% no segundo semestre de 1979. Imediatamente, com significativo aumento na sua participação relativa, situa-se a área relacionada com energia, que passou de 5,7% em 1976, para 15% no segundo semestre de 1979; a, seguir colocam-se o setor de instrumentos e equipamentos médico e científicos, os serviços a as comunicações (cf. Tabela 4).

TABELA 4

**DISTRIBUIÇÃO DAS NOVAS APLICAÇÕES EM V. C.,  
POR RAMO DE ATIVIDADES DAS COMPANHIAS**

	Julho-Dez 1979	Jan-Jun 1979	1978	1977	1976
Sistema de Computadores e equipamento correlato	30%	37,3%	21,5%	16,8%	19,3%
Instrumentos e equipamentos médico e científico	11	15,0	16,7	8,9	9,1
Energia	15	7,5	9,0	13,8	5,7
Comunicações	9	11,2	9,0	6,0	6,8
Equipamentos e componentes de eletrônica	3	1,9	7,0	3,0	3,4
Serviços	10	11,2	9,0	6,0	13,6
Varejo	3	2,8	1,4	3,0	1,1
Agricultura	0	1,9	3,5	2,0	3,4
Manufatureiro	11	6,5	18,7	26,6	29,6
Material ótico de investigação	2	1,9	0,0	4,0	3,4
Construção	5	0,9	0,7	0,0	4,6
Distribuição de alimentos e restaurantes	1	1,9	3,5	9,9	N.A.
		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Número Total	100	107	144	101	88

FONTE : BROPHY, David J., SCHAEFER, Peter L. - *Venture Capital Investment 1977-1979*, The National *Venture Capital Association*. Divisão de Pesquisa da Universidade de Michigan, junho 1980, p. 28.

**NOTAS**

- (1) BORTOLI NETO, Adelino - *Tipologia de Problemas das Pequenas e Médias Empresas*, São Paulo, FEA/USP, tese não publicada, 1980.
- (2) ROBALINHO DE BARROS, Frederico - *Pequena a Média Empresa e Política Econômica: Um Desafio à Mudança*, Rio de Janeiro, APEC-Editora, 1978, p. 61.
- (3) *Capitalização e Financiamento da Pequena Empresa nos Estados Unidos*, relatório da National Association of Securities Dealers Inc. - NASD. Contribuição da Bolsa de Valores de São Paulo, BVSP, 1979.
- (4) Conferencia de Stanley E. Pratt, Presidente da Capital Publishing Corporation. 1.º Seminário Internacional sobre *Venture Capital*, São Paulo, 1981, p. 8.

- (5) "Atividades de Capital de Risco em Países Escolhidos", Departamento de Mercado de Capitais da IFC, in: 1 ° Seminário Internacional de *Venture Capital*, São Paulo, agosto 1981, p. 59.
- (6) *Idem*, p. 46.
- (7) LEMOS, Claudio Newton - "De como navega a nau alemã pelos bravios mares deste mundo" in: *Tibiriçá*, n ° 15, julho/setembro 1981, São Paulo, p. 83.
- (8) Textron Inc. representava uma companhia americana altamente diversificada, com vendas de US\$ 1,6 bilhões em 1971.
- (9) "Economy & Business" in: *Time*, vol. 117, n.º 6, 10 agosto 1981, p. 46/47.
- (10) KELLEY, Albert J., CAMPANELLA, Frank B., MC KIERNAN, John, *Venture Capital - A Guidebook* )for *New Enterprises*, Boston College School of Management, 1971, p. 27.
- (11) RUBEL, Stanley M. - "*Venture Capital Investments*" in: *Financial Analyst Handbook*, p. 509.
- (12) *Idem*, p. 499 em diante.
- (13) Segundo Russell L. Carson, presidente da Citycorp, essa fase exige taxas de retorno anuais de cerca de 100%. CARSON, Russell L. - "*Venture Capital*" in: *Financial Executive*, março 1978, p. 26/30.
- (14) Conferência de Stanley E. Pratt, *op. cit.*, p. 5.
- (15) CARSON, Russell L., *op. cit.*
- (16) Conferência de Stanley E. Pratt, *op. cit.*, p. 5.
- (17) Conferência de Stanley E. Pratt, *op. cit.*, p. 11.
- (18) Os referidos resultados estão contidos no estudo *Venture Capital Investment 1974-1979* de BROPHY, David. J. SCHAEFER, Peter L., The National *Venture Capital Association*, Divisão de Pesquisa da Universidade de Michigan, junho 1980, p. 40.
- (19) "Por novos", entendem-se investimentos em empresas não beneficiadas anteriormente com recursos dos membros da NVCA.