

# **Escassez de crédito no Brasil: um obstáculo ao investimento em inovação através de capital de risco**

## **Resumo**

Este trabalho busca analisar a relação entre crédito, inovação e capital de risco no Brasil, onde a política monetária tem se caracterizado por altas taxas de juros. Neste contexto, a maior parte dos recursos financeiros disponíveis é canalizada para o financiamento da dívida pública, provocando uma generalizada escassez de crédito. Modalidades de investimento de alto efeito multiplicador, como o capital de risco, são bastante afetadas, criando um ambiente onde pequenas e médias empresas inovadoras têm poucas chances de se desenvolverem. Este fato é particularmente grave quando se considera que a competitividade de empresas e nações está cada vez mais associada a sua capacidade inovadora. O trabalho sugere uma atuação mais consistente do governo para estimular empreendimentos com perfil inovador, incentivando o mercado de capital de risco em todas as suas fases.

**Palavras-chave:** Crédito, Inovação, Capital de Risco.

## **1. Introdução**

A inovação é um elemento estratégico na dinâmica do desenvolvimento empresarial. Em um ambiente propício ao seu desenvolvimento, empresas e países articulam mecanismos que possam lhes assegurar vantagens competitivas em determinados mercados. Esta questão é ainda mais premente para as nações em desenvolvimento, nas quais existe uma constante preocupação em alcançar as condições econômicas existentes nas nações mais desenvolvidas. Entretanto, a inserção de inovações no mercado é caracterizada pelo risco. Sua exploração comercial contém um significativo grau de incerteza quanto aos resultados a serem alcançados, ainda que estes resultados possam ser altamente promissores. Romper paradigmas, adotar novos processos e viabilizar a aplicação comercial de novas tecnologias envolve certo ônus, pois está de acordo com a dicotomia risco/retorno: quanto maior a possibilidade de retorno, maior o grau de risco.

Pequenas e médias empresas (PME) tendem a ser mais ágeis e criativas, a explorar novos nichos e oportunidades - o que as torna mais inovadoras. Não se trata de lhes atribuir mais eficiência que a grandes empresas. É que estas, geralmente, trilham caminhos mais seguros, atendendo a demandas já consolidadas. Por outro lado, PME, em regra, não possuem recursos próprios significativos, e têm pouco acesso ao mercado financeiro. São empreendimentos que ainda não dispõem de fluxos de caixa e garantias reais expressivos, tão necessários para a obtenção de empréstimos e financiamentos tradicionais.

E como o capital de risco se insere neste contexto? Embora a tradução não tenha sido uma unanimidade entre os agentes de mercado, esta é a expressão em português equivalente a venture capital. Trata-se de uma modalidade de investimento particularmente desenvolvida nos Estados Unidos, com características inerentes que a posicionam como uma importante fonte de recursos para as pequenas e médias empresas, especialmente as mais inovadoras. O desenvolvimento dessas empresas, chamadas neste trabalho de PMEI (Pequenas e Médias Empresas Inovadoras), requer uma fonte de recursos sensível a suas demandas.

Este tipo de investimento possui algumas peculiaridades que o colocam como estratégico para a viabilização mercadológica das inovações, integrando os objetivos das fontes de capital e do setor produtivo. Ao compartilhar os riscos do negócio, o capital de risco aposta no êxito do empreendimento, que passa por um minucioso processo de análise. Ao alimentar com recursos financeiros as PMEI, o capital de risco exerce forte efeito multiplicador na economia, ampliando a influência de empresas com grandes vantagens competitivas e que podem tornar-se referência em seus mercados.

O investimento de risco, além do capital, também concede significativa assistência às empresas. Pode agregar *expertise* comercial, financeira e jurídica, além de ampliar sua rede de relacionamentos. Isto é de fundamental importância, se considerarmos que grande parte das PMEIs é formada por profissionais com habilidades e conhecimentos específicos, mas com limitada experiência gerencial. Contudo, apesar das vantagens deste tipo de investimento para as partes envolvidas e de seus efeitos positivos para os mercados em geral, o capital de risco ainda não movimenta volumes de recursos condizentes com o tamanho da economia brasileira.

## **2. Política monetária**

A política monetária é um importante instrumento para movimentar a demanda na direção desejada, através da alteração do nível da taxa de juros e da disponibilidade monetária do sistema. Os instrumentos monetários usuais são representados pelos recolhimentos (empréstimos) compulsórios, pelas operações de redesconto e pelo mercado de títulos públicos. Através deles, as autoridades monetárias regulam a oferta de moeda e de crédito, segundo a conveniência do sistema, em sentido expansionista ou restritivo (Carvalho, 2000).

As restrições ao crédito são tradicionalmente usadas para o controle da inflação, cujas inúmeras causas não nos cabe aqui discutir com profundidade. Mas, sabe-se que quando o governo gasta mais do que arrecada, recorrendo à emissão descontrolada de moeda para cobrir seus déficits, promove um desequilíbrio entre a oferta e a procura pela inserção desses adicionais de meios de pagamento, com conseqüente elevação de preços. Assim, ao restringir o crédito, o governo estaria reduzindo a quantidade de moeda disponível, a fim de promover uma “acomodação” dos preços. Embora existam diversos instrumentos para o controle da inflação e da demanda, a taxa de juros é o mais utilizado em todos os países.

As medidas monetárias não devem ser usadas isoladamente, pois podem afetar de forma mais incisiva determinados setores da economia, gerando uma série de desequilíbrios. É comum o governo associar uma política fiscal à política monetária. A política fiscal pode aumentar impostos e reduzir as despesas do governo, objetivando frear o déficit público. Entretanto, ainda que sejam articuladas as políticas monetária e fiscal, a inflação pode não se acomodar no nível desejado. Em uma economia moderna, ela se origina em parte do lado da oferta (inflação de custo), situação na qual os instrumentos de política monetária não apresentam um resultado tão efetivo.

## **3. Déficit público e absorção de recursos**

Os sucessivos governos no Brasil têm uma dificuldade crônica no controle de seus déficits. A origem deste desequilíbrio é bastante antiga, e suas causas plenamente conhecidas: trata-se de gastar mais do que se arrecada. Entretanto, as soluções para este problema são extremamente complexas, pois significam fazer escolhas política, econômica ou socialmente desgastantes. Cortar despesas públicas implica diminuir investimentos em setores considerados prioritários e/ou reduzir os gastos com a folha de pagamentos. Há ainda a possibilidade, a longo prazo, de otimizar a máquina pública, tentando-se fazer mais com menos. Mas o fato é que os governantes geralmente optam pelas alternativas mais simples e menos traumáticas.

O déficit público no Brasil tem crescido nos últimos anos, apesar do aumento da arrecadação. Em 2003, a carga tributária correspondeu a cerca de 35% do PIB (Produto Interno Bruto), provocando insatisfação generalizada junto ao setor produtivo. O governo, conseqüentemente, acaba recorrendo à poupança privada para a rolagem de sua dívida, o que provoca o racionamento do crédito. Tal política inviabiliza inúmeros projetos de investimento, retardando o crescimento e a modernização da economia, provocando efeitos bastante negativos sobre os níveis de emprego e renda.

A despeito dos benefícios da estabilidade econômica, muitos críticos da política monetária implantada após o Plano Real, como Kutney (2004), por exemplo, alegam que ocorreu uma

troca de emissão descontrolada de moeda (inflação) por emissão contínua e adversa de títulos públicos. O governo transacionaria seus papéis em condições extremamente desfavoráveis, pagando taxas de juros muito acima da média de outros países com perfil semelhante. Desta forma, estaríamos incrementando a dívida pública cada vez mais, reduzindo a taxa de investimento e freando o desenvolvimento econômico.

A alternativa de restringir a oferta de crédito tem sido adotada intensamente há mais de uma década, retirando de circulação uma boa parte dos recursos que deveriam estar financiando projetos e/ou fornecendo capital de giro ao setor privado. É importante considerarmos que, ainda que extremamente alta, a taxa de juros de referência (taxa SELIC) sinalizada pelo governo é um parâmetro apenas para suas próprias operações. Isto significa que os outros tomadores de recursos na sociedade, como as pessoas jurídicas, não conseguem uma taxa próxima quando necessitam de capital.

As instituições financeiras seguem a lógica do capital ao priorizarem o governo na concessão de empréstimos, canalizando a maior parte de seus recursos para refinarçar a dívida pública. É muito mais provável que uma empresa deixe de pagar do que o governo o faça. Além disso, empréstimos ao setor privado demandam mais trabalho e desgaste em sua operacionalização. Como resultante temos a atual distância entre as taxas de juros da dívida pública e aquelas praticadas nos empréstimos ao setor produtivo – o chamado spread bancário.

Podemos ter uma noção do efeito desta política no setor produtivo quando comparamos a oferta de crédito no Brasil com a oferta em outros países. Segundo Nunes (2005), o crédito concedido pelas vias bancárias em nosso país corresponde a aproximadamente 27% do PIB, enquanto em países desenvolvidos essa relação chega a 100% ou a 120%, como no Japão. Considerando-se que as necessidades de capital em países em desenvolvimento são mais prementes, a situação é grave no que concerne a prover condições mínimas de expansão econômica.

#### **4. O Banco Central e a taxa de juros**

Embora se configurem em um tema bastante atraente, não iremos nos aprofundar nos motivos da manutenção das taxas de juros em patamares tão elevados por várias administrações no Brasil. É importante ressaltar apenas que acreditamos em um conjunto de causas relacionadas que não se limitam ao caráter de controle dos níveis futuros de inflação, embasado por vasta literatura clássica e pelo senso comum. Uma discussão sobre o tema pode encontrar diversas incongruências nos argumentos recorrentemente apresentados pelo BACEN para elevação da SELIC em função do controle da inflação futura: a constatação da elevação de preços e a limitação da capacidade produtiva do país em relação à demanda.

Os setores produtivos costumam argumentar que diante do mínimo sinal de aquecimento econômico ocorre uma insistente elevação dos juros no país, paralisando o próprio processo de crescimento. Sem entrarmos no mérito da necessidade ou não desta medida para controle da inflação futura, consideramos que pouco se discute a função da política monetária na criação de condições para girar a dívida pública. Neste contexto, é importante notar a característica de mercadoria dos papéis públicos, dentro de um *portfolio*, a experimentar flutuações de oferta e procura e tendo que incrementar sua própria demanda a partir da elevação de seus atributos.

Sob esta ótica, infere-se que o Banco Central (BACEN) não tem o poder de fixar as taxas de juros como quer. Embora defina a taxa básica (SELIC) que remunera a troca de reservas entre as instituições financeiras, as demais taxas são estabelecidas pelos investidores privados. Assim, se reduzir as taxas de curto prazo, e tal fato for interpretado como movimento não embasado, é possível que as taxas de longo prazo subam. Se o mercado financeiro entender que existe uma estipulação inadequada da SELIC, poderá não demandar papéis públicos ou exigir um prêmio por sua aquisição, o que na prática vai fazer com que o Governo volte a pagar as taxas anteriores.

Caso os investidores migrem para outros ativos, negando-se a adquirir títulos públicos, além do problema de não-rolagem da dívida, poderia haver outras graves conseqüências econômicas. O dólar, com certeza, seria uma opção a ser considerada, o que poderia gerar uma desvalorização intensa e descontrolada da moeda nacional, com incremento das pressões inflacionárias.

Desconsiderando todos estes fatos, no Brasil, desenvolveu-se uma espécie de mitificação no meio empresarial e na mídia especializada a respeito do papel do Banco Central na utilização dos instrumentos de política monetária, especialmente no que se refere à taxa de juros. Desta forma, as administrações do BACEN são taxadas de mais ou menos conservadoras, liberais ou monetaristas. Todavia, além da interação que o Banco Central possui em relação aos mercados financeiros, como exposto, existem outras importantes questões a serem consideradas na relação desta instituição com o poder executivo.

A razoável independência que as seguidas administrações do BACEN vem apresentando no Brasil foi explicitamente concedida pelos respectivos governos, a despeito da inexistência de uma independência formal. Além disso, o Banco Central tem que cumprir o objetivo de inflação pré-determinado pelo governo. E para o cumprimento desta meta, não há muitas opções de instrumentos de política monetária, sendo a taxa de juros a principal delas, ainda que não seja eficiente em determinados contextos.

Na realidade, o posicionamento dos últimos governos brasileiros a este respeito tem se alinhado com a Política Monetária Novo-Clássica. Esta escola de pensamento, fundada por Robert Lucas, Thomas Sargente e Neil Wallace, e que tem em Charles Goodhart e Alex Cukierman destacados representantes, considera essenciais a independência do banco central e o regime de metas inflacionárias.

A Política Monetária Novo-Clássica, embora tenha alcançado uma razoável projeção internacional, está longe de representar um consenso. Economistas de diversas formações, em especial keynesianos, vêm fazendo oposição aos seus principais pressupostos, em particular a independência do Banco Central.

Entretanto, aqueles que são favoráveis à independência do Banco Central costumam apontar estudos e estatísticas sobre sua influência na redução das taxas de juros em outros países. Segundo seus defensores, há uma correlação negativa entre autonomia legal do Banco Central e inflação, e positiva quanto ao aumento do PIB. O Banco Central brasileiro seria um dos menos independentes da América Latina, com uma das maiores taxas de rotatividade. De fato, possuímos sete presidentes da instituição desde a implementação do Plano Real. O México, por exemplo, que formalizou a independência de seu BACEN em 1993, teve apenas dois presidentes desde então.

De todo modo, as metas de inflação perseguidas pelo governo brasileiro vêm sendo criticadas até mesmo por aqueles que apóiam o regime de metas de inflação.

Por outro lado, como já foi dito, a análise das limitações da capacidade produtiva leva a uma intensa discussão acerca da própria possibilidade de expansão econômica sem que haja necessariamente um incremento da inflação em um primeiro instante. Trata-se de questão complexa, pois os empresários adotam certo conservadorismo quanto às decisões de investimento, postura justificada pelos curtos ciclos de expansão anteriores. Naturalmente, eles esperam a confirmação das tendências de crescimento para iniciarem a ampliação da capacidade, o que pode demorar um período maior ou menor, dependendo do setor.

Levando-se em conta o fato de não existir (ainda) independência formal do BACEN no Brasil, qualquer questionamento quanto à condução da política monetária deveria ser dirigido exclusivamente ao governo e sua equipe econômica, que poderia discuti-la com os diversos setores demandantes da sociedade, considerando estritamente os seguintes aspectos:

- a rolagem da dívida, a remuneração dos títulos públicos e sua demanda, e a relação do governo com o mercado financeiro;
- o regime de metas de inflação e/ou as metas de inflação estabelecidas;
- a independência, formal ou não, do Banco Central;

- o peso e/ou a exclusividade das considerações de agentes do mercado financeiro na formação das expectativas de inflação; e
- a possibilidade de mensuração da capacidade produtiva instalada, de seu incremento simultâneo ao aumento do consumo e as alternativas de abastecimento em diversas cadeias produtivas.

## **5. Inovação e concorrência**

A concorrência é um importante elemento para a dinâmica do capitalismo. É através dela que os vencedores são selecionados pelo mercado, potencializando as chances de empreendimentos mais aptos prosperarem, incrementando a geração de riqueza. Porém, não há um consenso teórico sobre seu grau de importância ou seu modo de atuação dentro do sistema. Na Economia Clássica, temos o conceito de concorrência perfeita, desenhado por Smith e Ricardo. Esta linha de raciocínio apóia-se na noção de livre mobilidade do capital entre as diversas indústrias que compõe a economia.

Do ponto de vista clássico, a concorrência se constitui em um processo temporal, onde os investimentos seguem para as indústrias com lucro em patamares maiores, e distanciam-se das indústrias de menor remuneração. Esse fluxo incessante de capitais, que estabelece uma verdadeira concorrência entre eles, seria o responsável por uma tendência à igualação do lucro entre os diferentes setores econômicos. No equilíbrio de mercado, o preço de determinado produto é igual ao seu custo marginal.

O custo marginal seria o custo de aquisição ou produção da empresa vendedora acrescido de seu custo de oportunidade. Assim, no encontro das curvas de oferta e de demanda encontraríamos preço e quantidade adequados. Ou seja, haveria um ponto “ideal” onde há conciliação de interesses equilibrada favorável para toda a sociedade. A concorrência seria um processo de correção de desequilíbrios, com eliminação de lucros anormais e deficiências.

A visão schumpeteriana, entretanto, vai de encontro às principais colocações da teoria clássica. Para Schumpeter, a concorrência é um processo evolutivo, dinâmico, caracterizado principalmente pelas inovações, que surgem a fim de propiciar novas vantagens lucrativas para as empresas. É uma visão econômica ao longo do tempo, que potencializa a importância das mudanças nos produtos, processos produtivos, fontes de matérias-primas, organizações e mercados. Desta forma, as inovações seriam impulsionadoras dos saltos qualitativos de empresas e nações.

A inovação, neste contexto amplo, é priorizada por propiciar às empresas lucros extraordinários decorrentes de suas vantagens competitivas. As empresas se esforçam para construir vantagens em relação às outras, e estas vantagens irão propiciar ganhos monopolistas, ainda que temporários e restritos a determinados nichos. A concorrência não supõe um estado “normal” ou de “equilíbrio”, e seu desfecho dependerá da interação de forças, em particular dos novos concorrentes e sua performance no mercado. Esta interação entre as estratégias competitivas das empresas e as estruturas de mercado existentes irá gerar a dinâmica de determinada indústria, que vai se aperfeiçoando e se transformando com o tempo. Em contraste com a visão clássica, na concorrência schumpeteriana destaca-se a diferenciação propiciada pelas inovações inseridas no mercado. Não existirá qualquer tendência a uma homogeneização entre os atores de uma mesma ou de diferentes indústrias, mesmo que haja livre mobilidade do capital entre elas. A criação de novas oportunidades lucrativas é a dimensão ativa da concorrência, promovendo diferenciação e transformações. A correta aplicação desses conceitos só é possível quando analisamos a concorrência ao longo do tempo, como um processo dinâmico, em oposição à visão estática e tradicional dos “estados de equilíbrio”.

As empresas lutam incessantemente pela geração de novas vantagens competitivas e pela manutenção de seus ganhos monopolistas, gerando fluxos de caixa fornecedores de recursos para o desenvolvimento de novas inovações. Aumentar a competitividade através da inovação significa buscar permanentemente a diferenciação. Isto pode se dar de diversas maneiras,

relacionadas ao mercado em que a empresa atua, ao seu porte e ao cenário macroeconômico. Podemos citar o desenvolvimento ou a adoção de novas tecnologias, a incorporação de funções mais nobres e valorizadas e a agregação de valor a produtos, entre outros, como diferenciais que podem assegurar mercado e gerar resultados favoráveis para as empresas.

Segundo reportagem realizada a partir de pesquisa do IPEA, apenas 1,7% das empresas industriais no Brasil investem seriamente em tecnologia. Isto reflete em nossa pauta de exportações, concentrada em poucos produtos de baixo valor agregado. Por outro lado, as empresas inovadoras correspondem a 26% da receita da indústria nacional, faturando 100 vezes mais do que as empresas que não inovam. Elas também pagam salários três vezes maiores (Paul & Guimarães, 2005).

No atual cenário econômico, com uma concorrência cada vez mais especializada e globalizada, inovação é essencial, havendo praticamente consenso sobre sua importância estratégica entre os pensadores contemporâneos.

## **6. Pequenas e médias empresas inovadoras**

Existem diversas definições que dizem respeito ao porte de empresas no Brasil. Há aquelas meramente indicativas, emanadas de agentes privados, e as definidas em legislação, necessárias para enquadramento junto ao poder público. Consideramos que mais importante a atenção às delimitações precisas é a definição dos empreendimentos aos quais desejamos nos referir.

Conforme lembra Utterback (1996), tais empreendimentos possuem mais agilidade em relação às respostas que o ambiente competitivo demanda, com reações quase simultâneas às necessidades. O tamanho e o reduzido nível hierárquico dessas corporações colaboram para tanto. Além disso, elas têm a obrigação de adotar uma postura mais criativa, na medida em que, não possuindo estruturas profissionalizadas e economias de escala, estariam condenadas a uma eterna falta de competitividade em relação às grandes empresas. Tal situação é agravada pela nossa legislação tributária, que não lhes concede um tratamento fiscal diferenciado o suficiente para permitir sua real impulsão.

Essas empresas costumam explorar novos mercados que ainda não são financeiramente compensadores para as empresas maiores. Mais ainda, costumam se aventurar em busca de oportunidades de vanguarda que possuem um grau de risco não assimilável por empresas já bem posicionadas em seus respectivos setores. É uma questão puramente empresarial, de sobrevivência no ambiente econômico: a disputa por mercados, que podem estar consolidados ou nascentes. As empresas maiores tendem a seguir trajetórias mais estáveis, reproduzindo um comportamento histórico.

Grande parte das inovações é desenvolvida e/ou introduzida no mercado por pequenas e médias empresas. O desenvolvimento tecnológico impulsiona esta dinâmica, pois novas tecnologias estimulam o surgimento de novos atores.

É evidente que o debate sobre porte de empresas e sua importância na geração de inovações comporta inúmeras divergências. Sem dúvida, modelos ideais de arranjos produtivos seriam baseados em redes articulando grandes e pequenas companhias. Cada qual teria sua importância, seu espaço e seu efeito multiplicador na economia, seja pela qualidade de sua atuação ou pelo volume de recursos movimentado. Entretanto, quando falamos em inovação estamos falando em risco, empreendedorismo e novos entrantes – palavras-chave bastante ligadas a iniciativas mais ágeis.

Pequenas e médias empresas desempenham um papel fundamental para o desenvolvimento de uma economia sustentável. Suas contribuições podem ser avaliadas sob diversos aspectos, da criação de novos postos de trabalho à geração contínua de inovações. Pesquisa do SEBRAE (2004) mostra que as micro e pequenas empresas empregam 44% da força de trabalho formal. Para que elas possam se posicionar no mercado, é essencial a oferta de diferentes modalidades de acesso ao capital, posto que em sua grande maioria não são capazes ainda de auto-financiar o seu crescimento (SEBRAE, 2004).

Entretanto, o principal problema com o qual se defrontam as Pequenas e Médias Empresas é justamente a dificuldade de obtenção de capital. Os empréstimos bancários, além de cobrarem altas taxas de juros, em geral são limitados e de curto prazo. Há um consenso de que os empréstimos disponibilizados devem ser proporcionais à capacidade de geração de caixa dos empreendimentos e ao oferecimento de garantias reais, geralmente em valor superior ao capital pleiteado. Esta é uma regra válida tanto para o setor público quanto para o privado. Podemos afirmar que no Brasil criou-se uma verdadeira barreira entre as pequenas e médias empresas e as linhas de crédito. Empreendimentos promissores são abortados em fases estratégicas pela impossibilidade de financiamento com capital próprio. Esta situação poderia ser amenizada se pelo menos os critérios para a obtenção de capital levassem em conta a viabilidade empresarial do negócio e/ou a capacidade de seus dirigentes. Entretanto, o capital tem um rumo: deve seguir o caminho que lhe apresente a melhor relação risco/retorno.

## **7. Necessidades de capital para inovação**

Investir em inovação significa arriscar-se a trilhar um novo caminho, do qual não se tem um histórico razoável nem certezas absolutas. Por mais que se planeje e pesquise, é bastante improvável que a operacionalização de uma inovação no mercado ocorra exatamente conforme as expectativas. Podemos conseguir inúmeras informações a respeito de um dado empreendimento e seu mercado, mas estas não irão abarcar todas as possibilidades, pois são sustentadas em experiências passadas e ambientes controlados. Isto ocorre por diversas razões, que vão de incertezas tecnológicas à reação de fornecedores e consumidores.

Embora estudiosos e empresas se debrucem em modelos relativamente bem-sucedidos, o processo de inovação e sua introdução nos mercados, em forma de produtos e serviços, irá sempre possuir um certo grau de imprevisibilidade.

É claro que a expectativa do empreendimento que adota inovações é utilizá-las em sua plenitude como vantagem competitiva, auferindo altos retornos. A inovação poderá lhe proporcionar diferenciais que o colocarão em posição privilegiada, pelo menos durante algum tempo.

Schumpeter já atribuía grande importância ao crédito na dinâmica do capitalismo, enfatizando sua capacidade de propiciar recursos a empreendimentos inovadores.

Todavia, analisando-se a relação risco/retorno dos tipos de investimento existentes no Brasil, é facilmente constatável que há outras opções mais equilibradas que a aplicação em empresas. Dentro deste universo, o investimento em inovação é ainda mais arriscado e incerto. O Estado brasileiro acaba por se tornar o maior tomador individual de recursos no mercado, absorvendo a quase totalidade dos capitais disponíveis através da excelente remuneração oferecida a seus investidores. Afinal, ele tem de manter o poder de atração de seus papéis para que possa financiar-se sem dificuldade.

A absorção de capitais por papéis da dívida pública reduzirá, em maior ou menor grau, os mercados de todas as outras modalidades de investimento. Os investimentos em empresas são particularmente afetados por exibirem pouca atratividade neste contexto, principalmente os de maior risco, ligados a projetos tecnológicos e/ou inovadores. A empresa brasileira, não possuindo acesso rápido e barato ao crédito, acaba por não investir em inovações, preocupando-se apenas com suas necessidades de curto prazo. Por outro lado, as políticas públicas de fomento também se revelam limitadas em sua abrangência.

O fomento ao processo de inovação, a fim de agregar valor a produtos e serviços e aumentar nossa competitividade empresarial, depende de uma série de medidas e instrumentos articulados pelo poder público. Isto envolve um intenso debate entre Estado, instituições de ensino e pesquisa, e empresas, com a definição do papel de cada um destes agentes. Infelizmente, ainda não existe no Brasil um consenso mínimo a esse respeito, apesar dos exemplos bem-sucedidos de articulação que encontramos em diversos países.

A aplicação dos recursos dos Fundos Setoriais<sup>1</sup>, por exemplo, levanta uma série de discussões. Os Fundos arrecadam anualmente cerca de R\$ 1,5 bilhão, mas, aproximadamente metade destes recursos costuma ser contingenciada pelo governo, sem grandes perspectivas de liberação. E a outra metade é canalizada apenas para instituições de ensino e pesquisa, ou, na melhor das hipóteses, a projetos em parceria compulsória com estas instituições. Estes recursos, sendo não-reembolsáveis, são essenciais para o desenvolvimento de inovações em empresas emergentes, pois não necessitam de retorno (pagamento) pelo beneficiado. Espera-se resolver esta questão com a regulamentação da nova Lei de Inovação.

É evidente que ainda existe uma análise equivocada em diversas instâncias no país quando se analisa o processo de geração de inovações. Determinadas inovações, pelo seu perfil, não dependem em absoluto da área acadêmica para serem concebidas e, principalmente, incorporadas em processos e produtos, pois utilizam conhecimentos pré-existentes. Poderíamos mesmo dizer que são inovações de menor risco, ou seja, de aplicabilidade imediata, porque já se investiu antes para se chegar àquele estado de conhecimento. E o agente natural destas inovações é o setor privado.

As chamadas inovações tecnológicas incrementais não apresentam transformações radicais em produtos e processos. Grande parte das vezes consegue-se agregar algum valor através de mudanças relativamente simples, gerando razoável retorno econômico-financeiro. Inovações com estas características devem ser desenvolvidas de forma independente pelo setor privado.

O contexto macroeconômico brasileiro nas últimas décadas foi caracterizado por curtos ciclos de expansão e longos períodos de estagnação, entremeado por planos econômicos geradores de instabilidade. Acrescentando-se a isso o quadro de escassez de capital e de políticas públicas abrangentes, constata-se a dificuldade de qualquer planejamento de longo prazo. A sobrevivência no curto prazo é a marca de nossa atividade empresarial, o que pode fazer com que tenhamos nossa competitividade cada vez mais reduzida em mercados de maior valor agregado.

## 8. Capital de risco

O investimento em empreitadas de certo risco com alto retorno se confunde com a própria história da humanidade. Um bom exemplo foram os investimentos públicos e privados necessários para viabilizar as grandes expedições que partiram da Península Ibérica em busca de novas terras e riquezas. No contexto capitalista, existem referências de capitais alternativos aos bancos comerciais para a construção de ferrovias desde a Revolução Industrial. Entretanto, o capital de risco, conforme compreendemos hoje, surgiu em meados do século passado, nos EUA.

O capital de risco é uma modalidade de investimento que envolve participação, através da aquisição de ações ou de outros ativos (cotas de sociedades limitadas, debêntures conversíveis, bônus de subscrição, etc), em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, com vistas à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos. Esta operação compartilha os riscos, selando uma união de esforços entre provedor e tomador de recursos agregar valor à empresa. Isto implica um envolvimento, direto ou indireto, do investidor na gestão do negócio.

Encontramos em referências sobre o tema as expressões *venture capital* e *private equity*. Em uma tradução mais literal, poderíamos afirmar que *private equity* é um termo relacionado ao tipo de capital empregado, enquanto *venture capital* relaciona-se à atividade de investimento. Entretanto, adotamos aqui a conceituação mais utilizada entre os profissionais do mercado,

---

<sup>1</sup> Os Fundos Setoriais de Ciência e Tecnologia, criados a partir de 1999, são fontes para projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação no País, com recursos de contribuições incidentes sobre o faturamento de empresas e/ou sobre o resultado da exploração de recursos naturais pertencentes à União. A FINEP é a agência responsável por sua gestão executiva, sob orientação de Comitês Gestores (constituídos por membros do setor produtivo, da academia e do Governo), que definem diretrizes e planos anuais de investimentos.



que considera as duas expressões similares, variando essencialmente o porte das empresas investidas.

Neste sentido, investimentos de capital de risco e private equity são considerados complementares durante os estágios de evolução das empresas. O primeiro está associado aos empreendimentos em fases iniciais, enquanto último às empresas mais maduras, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios. Nosso objeto de análise será o capital de risco em sua acepção mais ampla, por ser difícil determinar um limite entre os dois mercados.

O investimento de risco configura-se como vanguarda no que concerne a antecipação de tendências empresariais. Através dele, viabiliza-se a disponibilização de recursos de longo prazo para o desenvolvimento de produtos, processos e tecnologias, consolidando novos segmentos ou renovando os já existentes. Seu impacto na economia é considerável, propiciando a entrada no mercado de empresas que podem tornar-se referências em seus setores, como Apple, Compaq, , Federal Express, Lotus, Microsoft, McAfee, Sun e Verisign.

A indústria de capital de risco apóia empreendimentos em diferentes estágios de desenvolvimento, moldando-se às demandas de cada uma destas etapas a partir de seus diversos agentes, que vão de investidores pessoas físicas a grandes fundos de investimento. Embora empreendimentos, mercados e países apresentem histórias, necessidades e características particulares, apresentamos na tabela abaixo, uma estruturação típica do mercado de capital de risco e dos estágios de evolução das empresas.

Tabela 2 – Estrutura do Mercado de Capital de Risco

Estágio de Evolução	Tipo de Capital Adequado	Agentes do Mercado	Características do Empreendimento
Concepção do Negócio	Love Money	Recursos Próprios e Instituições Públicas de Fomento.	Idéia ou estudo de viabilidade. São necessários recursos para pesquisa e desenvolvimento dos serviços e produtos.
Start-up	Capital Semente (seed money)	Investidores Pessoas Físicas (angels) e Fundos de Capital de Risco	Protótipo. Pesquisas de mercado, desenvolvimento de plano de negócio, constituição de empresa, aquisição de infraestrutura e equipamentos.
Estágios Iniciais (Early Stage)	Capital Semente e Capital de Risco	Investidores Pessoas Físicas e Fundos de Capital de Risco	Primeiras comercializações. Vendas de forma limitada. Pode ocorrer geração de receita, incipiente ou não.
Expansão (Later Stage)	Capital de Risco e Private Equity	Fundos de Capital de Risco e Private Equity	Crescimento contínuo no mercado. Fluxo regular de receitas e posicionamento reconhecido ou em processo.
Maturidade	Private Equity e Abertura de Capital no Mercado Acionário	Fundos de Private Equity e Bolsas de Valores	Consolidação no mercado. Empresa estabelecida e relativamente estabilizada, gerando expressivos fluxos de caixa.

Fonte: livre adaptação do autor a partir de Pavani (2003) e Paula et al. (2003)

O capital de risco pode ser fornecido através de diferentes estruturas organizacionais, sendo uma das mais comuns os fundos de capital de risco. Os fornecedores do capital são os investidores, que adquirem cotas desses fundos. Geralmente, eles são instituições públicas de fomento, fundos de pensão, bancos, fundações, grandes corporações e indivíduos abastados. Os investidores ficam distantes da administração do fundo, que fica a cargo dos administradores ou gestores, responsáveis tanto pela captação dos recursos, quanto pelas atividades de prospecção, análise, realização e administração dos investimentos.

É interessante notar que, na realidade, os investidores de capital de risco são os cotistas dos fundos de investimento, que não interagem diretamente com as empresas tomadoras de recursos. Porém, o termo investidor de capital de risco costuma ser utilizado no mercado quase que indistintamente para designar investidores e gestores. De qualquer forma, a remuneração de ambos será proporcional à valorização das cotas do fundo em função dos investimentos realizados. Os gestores cobram ainda uma taxa de administração, que geralmente oscila entre 2,5 e 3% do montante dos recursos.

Os fundos de capital de risco têm um prazo de existência fixo, que normalmente gira em torno de 10 anos. Os primeiros meses são destinados à captação de recursos junto aos investidores, para que se possa alcançar um montante planejado. A segunda fase dura aproximadamente três anos, quando ocorrem os investimentos nas empresas. O tempo que resta destina-se à promoção do crescimento das empresas e à preparação de sua venda, que pode se dar através de abertura de capital e fusões e aquisições, entre outras formas. O fundo é dissolvido no final do período, e os ativos, distribuídos aos cotistas.

Uma carteira típica de um fundo de capital de risco inclui um pequeno número de empresas extremamente bem-sucedidas que irão compensar aquelas que não propiciaram uma remuneração tão interessante, ou até mesmo tiveram completo insucesso. Daí a importância da diversificação dos investimentos, embora muitos fundos restrinjam-se a determinados setores, em função de sinergia ou conhecimento de mercado.

Cada país apresenta um grau de atividade variada de seus investidores de risco, conforme a alocação de recursos para a indústria. Há mercados onde os principais investidores são fundos de pensão; em outros, eles dividem esta posição com bancos, seguradoras e empresas (investidores corporativos). Há mercados onde se destaca ou destacou a atuação do governo, e existem aqueles nos quais os investidores pessoas físicas exercem um papel não só estratégico por investirem nas fases iniciais dos empreendimentos, mas também por movimentarem grandes somas de recursos.

## **9. O capital de risco no Brasil**

Desde os anos setenta têm ocorrido ações pontuais de agentes do governo de investimento nesta atividade, principalmente através da atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos). Observa-se também a atividade precursora de algumas empresas privadas, com ou sem apoio do Estado. Cabe ressaltar que o ambiente macroeconômico dessa época, marcado por altas taxas de inflação, em nada favorecia a indústria de capital de risco. Além disso, a economia brasileira ainda era bastante fechada ao mercado externo, o que dificultava o pleno desenvolvimento da eficiência dos empreendimentos.

Foi somente a partir da década de noventa que o capital de risco expandiu-se no setor privado. A estabilização da moeda e a abertura econômica foram essenciais nesse processo. O advento das privatizações também contribuiu para a formação desta indústria, embora tivesse caráter temporário e contemplasse somente empresas estatais. A euforia dos empreendimentos de tecnologia com o advento da internet popularizou este tipo de investimento, ao contemplar empresas de menor porte. O mercado passou a envolver mais agentes, e a oferecer produtos cada vez mais sofisticados.

A maior parte dos fundos de capital de risco brasileiros foi constituída a partir da instrução CVM 209, de 25 de março de 1994, alteradas pelas instruções 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02. Ela dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Cabe ressaltar, a existência de outros formatos de empresas atuando no mercado brasileiro, como holdings, subsidiárias ou unidades de empresas e instituições financeiras tradicionais.

## **10. Entraves ao desenvolvimento do mercado brasileiro**

Utilizamos como ponto de partida para a discussão dos principais obstáculos ao desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil um estudo realizado há cerca de quatro anos. Não obstante o tempo decorrido, as questões abordadas encontram-se plenamente atuais, sendo sempre citadas por agentes deste mercado. O Grupo de Estudo do Programa Brasil Empreendedor Fase III <sup>2</sup> entrevistou diversos profissionais, como representantes de

---

<sup>2</sup> Grupo de estudo sobre fundos de capital de risco, constituído durante o final do segundo governo Fernando Henrique Cardoso, que emitiu, em julho de 2001, o relatório técnico “Discussão e definição de políticas para apoio a fundos de capital de risco voltados a Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica.”

investidores e gestores, agências de fomento, órgãos reguladores, bancos de investimento privados e bancos públicos. O objetivo era discutir as barreiras existentes para o desenvolvimento de fundos de capital de risco voltados para empresas de base tecnológica.

O reduzido nível de investimentos por parte dos fundos de pensão e a ausência de mecanismos de saída para o investidor foram amplamente citados. Sem desconsiderar os outros aspectos abordados<sup>3</sup>, julgamos estes dois fatores como preponderantes, responsáveis pela infraestrutura necessária para quaisquer aperfeiçoamentos em outras instâncias. Assim, torna-se primordial a disponibilidade de recursos expressivos para investimento em capital de risco e uma relativa garantia de liquidez para o investidor, principalmente através de um mercado acionário forte. Neste cenário, as outras medidas necessárias ao estímulo do mercado tenderiam a ser mais facilmente implementadas por pressão da demanda de seus agentes.

A participação de investidores institucionais no mercado de capital de risco, sobretudo os fundos de pensão, é de fundamental importância. Esses investidores tiveram importante contribuição para a dinamização da indústria em todo o mundo, particularmente nos Estados Unidos, onde têm entre 5% e 6% de seu patrimônio de mais de US\$ 4 trilhões aplicado em capital de risco. Os fundos de pensão brasileiros, que possuem um patrimônio de R\$ 233 bilhões (cerca de 13% do PIB), disponibilizam apenas entre 0,3% e 0,5% para este tipo de investimento.

Levando-se em conta determinadas características desses fundos, como conservadorismo e administração de grandes volumes de recursos, julgamos que as motivações para a não-atratibilidade do mercado de capital de risco para os fundos de pensão podem ser expandidas para outros tipos de investidores, tendo sua origem a partir das condições oferecidas para a rolagem da dívida pública. No Brasil, as EFPC (Entidades Fechadas de Previdência Complementar) têm nítida concentração de seus investimentos em renda fixa, fato que vem ocorrendo desde o lançamento do Plano Real em 1994.

Embora não existam restrições legais para aplicação dos fundos de pensão em fundos de capital de risco, diversos fatores inibem sua atuação. Pesquisa realizada por Rabelo (2000) aborda esta questão. As preocupações apontadas foram: responsabilidade fiduciária, questões administrativas, ausência de autorização para este investimento em seus estatutos, temor da perda de autonomia quanto a decisões de investimento, temor de prejuízos, baixa liquidez e dificuldade para identificar administradores de ativos eficientes.

A baixa participação da emissão primária em bolsa como mecanismo de saída justifica-se pelo reduzido tamanho do mercado brasileiro de ações. Apesar de não ser objetivo do trabalho analisar este mercado, podemos considerar, mais uma vez, que a restrição na oferta de crédito, devido às altas taxas de juros, é a principal razão de seu porte. Não se trata de desprezar outras questões neste contexto, como os custos elevados de abertura de capital e de sua manutenção, a burocracia envolvida e a ausência de incentivos fiscais, entretanto, priorizamos novamente as motivações estruturais relacionadas à indisponibilidade de recursos.

O mercado de capitais, apesar de apresentar empresas em geral de grande porte, com nível de risco reduzido e propiciando excelentes retornos no longo prazo, ainda assim não consegue concorrer em termos de atratividade de investidores face aos papéis da dívida pública.

---

<sup>3</sup> Foram citados ainda os custos elevados (tributação excessiva, processos judiciais de difícil execução, etc), baixa participação de investidores estrangeiros, ausência de incentivos específicos à indústria e de difusão da cultura sobre capital de risco, carência de boas práticas de governança corporativa e dificuldades para implementação de ações pelas instituições de fomento.

As aberturas de capital ocorridas nos últimos dois anos na bolsa e a valorização dos ativos no período nos levam a acreditar que entramos em uma fase positiva para o mercado de capitais. Ao que parece, as empresas têm feito sua parte, procurando profissionalizar a gestão, adequar-se a níveis mínimos de governança corporativa e expandir suas operações. Resta saber se o governo irá incentivar ou obstruir este processo virtuoso.

Todavia, é importante considerar que já existe um movimento dos fundos de pensão, ainda que bastante tímido, em busca de alternativas de investimento, o que inclui o capital de risco. Isto pode ser explicado pelo fato de que, ainda que auferindo excelentes ganhos em renda fixa, muitas entidades de previdência não têm conseguido atingir suas metas atuariais. Além disso, existe a consciência de que é extremamente arriscada uma migração rápida demais de grandes volumes de ativos. As opções devem ser desenvolvidas lenta e continuamente, para que as EFPC não sejam apanhadas de surpresa em determinados contextos macroeconômicos, particularmente o de redução dos juros.

## 11. Conclusões

A discussão sobre a indústria de capital de risco no Brasil envolve todo o referencial teórico a respeito da criação e do apoio a empreendimentos inovadores. Considerando-se o limitado crescimento que o país apresentou nos últimos anos, a despeito da consolidação do processo de estabilização monetária, a questão do desenvolvimento entrou definitivamente na pauta de prioridades. Existe um consenso entre os economistas brasileiros a respeito da necessidade de crescimento econômico contínuo e sustentado, porém nem tanto a respeito de como podemos nos inserir neste processo.

Neste trabalho, optamos por adotar conceitos schumpeterianos no desenvolvimento de nossa argumentação. Como foi exposto, Schumpeter afirma que é necessário criar um ambiente competitivo pautado por estratégias empresariais inovativas e critérios de eficiência produtiva. Dada a importância da inovação no contexto econômico, são essenciais mas não suficientes as políticas que criam um ambiente empresarial favorável no longo prazo. A competitividade não surge de forma espontânea, mas depende de uma composição de fatores ambientais e medidas de política econômica. Isto implica uma articulação mais ativa do Estado com esse objetivo.

Seguindo conceitos schumpeterianos, podemos considerar estas áreas como estratégicas, na medida em que fornecem o combustível para as inovações. Mais ainda, elas fomentariam a base de uma industrialização robusta. Na realidade, as principais divergências são provocadas por diferentes percepções de onde, quando e quanto o Estado deve intervir, ou seja, a delimitação de seu poder e espectro de interferência.

Uma crítica normalmente feita aos economistas favoráveis à intervenção estatal relaciona-se às políticas de se eleger e incentivar determinados setores da economia. Ou seja, o Estado se arvoraria no direito e competência de decidir, entre diferentes setores e/ou mercados, quais aqueles considerados prioritários e que por isso mereceriam tratamento diferenciado, usufruindo benefícios fiscais e recursos para a viabilização de projetos. Os economistas que criticam esta estratégia apontam que política semelhante apresentou resultados desfavoráveis no passado.

Não é escopo desta pesquisa julgar os resultados de experiências passadas na escolha de “vencedores”. Mas o fato é que qualquer tentativa de eleição de segmentos da economia não deve se dar através de um modelo de desenvolvimento distanciado da realidade empresarial, mas sim pela análise racional da existência de vantagens comparativas, principalmente diante de concorrência externa. Essas vantagens seriam então potencializadas, o que implicaria em um custo menor de desenvolvimento e um resultado mais rápido.

Como exposto neste trabalho, no ambiente macroeconômico brasileiro há uma forte interferência do Estado na absorção de recursos privados que deveriam estar financiando o setor produtivo. Vivenciamos uma situação particularmente desfavorável em relação às possibilidades de investimento em empreendimentos inovadores, que acreditamos ser uma das

bases do processo de expansão econômica. Assim, torna-se essencial a atuação do próprio Estado a fim de diminuir os efeitos das externalidades negativas provocadas pela estratégia macroeconômica. O crédito é uma das bases do sistema capitalista, e sua ausência, aliada à falta de outros mecanismos de incentivo, reduz consideravelmente a competitividade das empresas brasileiras.

Assim, cabe ao Estado o estratégico papel de articulador e fornecedor de recursos financeiros para programas de forte efeito multiplicador na economia. A inovação, com certeza, deve ser uma das prioridades, necessitando de fomento através de instrumentos clássicos, conforme nos mostra a experiência bem-sucedida de outros países. A expansão dos fundos de capital de risco capitalizados pelo governo e pelo setor privado, com gestão deste último, deve ser encarada de forma prioritária. Este é um dos mais bem-sucedidos modelos de parceria público-privada.

Entretanto, as ações de fomento devem atuar em todas as fases de desenvolvimento das empresas. Para isto, são essenciais programas que disponibilizem recursos não-reembolsáveis, particularmente para empreendimentos em seus estágios iniciais. O mercado de capital de risco brasileiro possui um nível bastante alto de exigência em relação às empresas, em função da elevada percepção de risco decorrente da comparação com outras modalidades de investimento. Deste modo, é necessário alimentar os empreendimentos com recursos através do chamado seed money, praticamente inexistente no país.

Também consideramos extremamente importantes a reformulação dos sistemas de concessão de empréstimos por parte dos órgãos de fomento. Como exposto no trabalho, PME não dispõe de garantias reais, particularmente as que atuam em segmentos de tecnologia de ponta, onde os ativos principais tendem a ser intangíveis. Há que se estudar modelos alternativos de garantia nos financiamentos, como por exemplo a utilização de recursos não-reembolsáveis dos Fundos Setoriais para a constituição de fundos de garantia de crédito, seguro de crédito ou aval.

O formato dos mecanismos de incentivos fiscais à inovação deve ser o mais desburocratizado possível, a fim de atingir um universo razoável do setor produtivo. É importante considerar que não basta criar instrumentos adequados somente a grandes corporações, que têm mais condições de disponibilizar pessoal especializado para acompanhamento e menos urgência e dependência do apoio governamental.

## **12. Sugestões**

Relacionamos abaixo alguns pontos que consideramos estratégicos para a análise dos temas propostos em trabalhos futuros

### **a - Casos de empresas brasileiras**

É de considerável importância mapear uma quantidade significativa de casos de empresas brasileiras que receberam empréstimos, financiamentos e investimentos relevantes, tanto de instituições públicas quanto privadas. Deve-se pesquisar empreendimentos não só bem-sucedidos, mas também aqueles que não tiveram a performance esperada, a fim de se tentar descobrir as razões prováveis do insucesso. O estudo de casos configura-se numa importante ferramenta de atração de investidores privados e públicos, criando cultura e divulgando exemplos concretos de experiências em nosso ambiente empresarial. Um aspecto particularmente importante seria o levantamento do impacto econômico e social de determinados empreendimentos financiados pelo governo em relação à emprego, renda e recolhimento de impostos.

### **b – Sistema brasileiro de inovação**

Uma análise detalhada dos programas existentes no Brasil é essencial para localizar suas falhas e sugerir correções de rumo. Deve-se discutir os projetos e a legislação de fomento existente, assim como os resultados alcançados. É fácil constatar que muitas vezes o principal problema no Brasil não é a insuficiência de recursos, mas sua correta aplicação com

planejamento e acompanhamento adequados. Para tanto, torna-se essencial uma aproximação com a realidade empresarial, a fim de se compreender suas necessidades e sua dinâmica.

Outro aspecto importante é o aperfeiçoamento de determinadas ações governamentais que desconsideram a apropriação mercadológica da inovação. Não custa lembrar que o impacto econômico e social somente se efetiva com a inserção das inovações no mercado pelas empresas através de produtos, processos e serviços. São os empreendimentos privados os responsáveis em última instância pelo desenvolvimento econômico. Caso eles não prosperem, o país não se desenvolverá.

c – Atuação do Estado

Associada ao ponto anterior, a definição de diretrizes mínimas de atuação estatal é condição para maximizar sua eficiência. Algumas questões devem ser propostas para estudos e avaliações posteriores:

- como aliar transparência na aplicação dos recursos à cobrança e acompanhamento dos resultados sem criar uma burocracia desnecessária, com conseqüente ineficiência?

- é suficiente apenas a “premiação” dos bem-sucedidos no estímulo a determinados agentes, ou é importante também intensificar os mecanismos de “punição” por falta de probidade ou competência na aplicação dos recursos ?

- até aonde deve ir o papel do Estado como elemento articulador e fornecedor de recursos, sem provocar desequilíbrios decorrentes de uma ingerência excessiva nos mercados e empresas a serem incentivados ?

## Referências Bibliográficas

BIELSCHOWSKY, Ricardo; MUSSI, Carlos (orgs.). Políticas para a Retomada do Crescimento: Reflexões de Economistas Brasileiros. Brasília: IPEA/CEPAL, 2002.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. *Economia Monetária e Financeira*. São Paulo: Campus, p.128-140, 2000.

KUTNEY, Pedro. Juro elevado pressiona a dívida pública - o atual nível de taxas e superávits primários não é suficiente para estabilizar o passivo do Estado. *Valor Econômico*, São Paulo, p. C8, 20 set. 2004.

NUNES, Dimalice. Serasa descarta aumento da inadimplência em 2005. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 nov. 2004. Disponível em <[www.clipping.planejamento.gov.br](http://www.clipping.planejamento.gov.br)>. Acesso em 14 mar. 2005.

PAUL, Gustavo; GUIMARÃES, Camila. O Censo da Inovação. *Revista Exame*, São Paulo, edição 840, p. 32 e 33, 13 abr. 2005.

PAULA, Tomás Bruginski de et al. Capital de Risco no Brasil – Marco Legal e Experiência Internacional. Brasília: CGEE, abr. 2003.

PAVANI, Cláudia. O Capital de Risco no Brasil - Conceito, Evolução e Perspectivas. Rio de Janeiro: E-PAPERS, 2003.

RABELO, Flávio. *Novas Fronteiras de Investimento para Entidades Fechadas de Previdência Privada*. São Paulo: FGV-SP, 2000.

SEBRAE. *Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil (Relatório de pesquisa)*. Brasília: SEBRAE, 2004. Disponível em [http://www.sebrae.com.br/br/mortalidade\\_empresas/index.asp](http://www.sebrae.com.br/br/mortalidade_empresas/index.asp). Acesso em 20 de abril de 2005.

UTTERBACK, James. *Dominando a Dinâmica da Inovação*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1996.