

Tema: Financiamento

(financiando a inovação e inovando no financiamento)

O FINANCIAMENTO DE CAPITAL DE RISCO PARA PMES

Introdução

É indiscutível a importância da participação dos governos no estabelecimento de um sistema nacional de inovação eficaz, capaz de gerar uma infraestrutura básica que estimule a P&D empresarial. Nesse sentido, as políticas de incentivo fiscal, incentivo ao emprego de pesquisadores, cooperação universidade-empresa, entre outras ações, são essenciais.

O estabelecimento de programas e políticas de apoio à inovação tecnológica, é uma condição fundamental para atingirmos um patamar mais elevado em relação ao nosso desenvolvimento econômico e social. Contudo, acreditar que só o Governo deva fazer sua parte seguramente não trará os resultados esperados. A inovação implica a conjugação de esforços de todos os chamados Agentes de Inovação (Empresas, Governos, Universidades).

No Brasil, as Agências Governamentais de Fomento vem se firmando como instituições de apoio ao desenvolvimento tecnológico com a ampliação dos programas de financiamento para além dos Centros de Pesquisas Públicos e Universidades. Atualmente também as Empresas podem recorrer aos recursos disponibilizados pela Finep - Financiadora de Estudos e Projetos e pelas FAPs – Fundações de Amparo à Pesquisa, é o caso, por exemplo, do PAPPE – Programa de Apoio à Pesquisa em Empresas.

A existência de uma estrutura de venture capital, amplia o fomento ao empreendedorismo, incentiva o surgimento de novas empresas e o desenvolvimento tecnológico interno, concorre para a retenção dos talentos no país e cria novos empregos.

Nesta oportunidade, buscando trazer um novo olhar sobre o tema , vamos concentrar a atenção em um mecanismo pouco divulgado na sociedade brasileira e que se constitui como uma inovação no financiamento para o desenvolvimento econômico.O financiamento de *venture capital* e o papel do capitalista de risco no desenvolvimento das PMEs de Base Tecnológica.

A globalização dos mercados e a economia do conhecimento modificaram consideravelmente o ambiente econômico, o que afetou todas as empresas de qualquer tamanho ou setor industrial. Na nova economia, as empresas são diferenciadas com base naquilo que sabem. A empresa para se sustentar no mercado utiliza o conhecimento para fazer bem e rápido novas coisas, obtendo assim vantagem competitiva. As organizações necessitam ser ágeis, inovadoras e adaptáveis às mudanças necessárias para enfrentar a competitividade e identificar oportunidades em um ambiente instável e turbulento.

As PMEs desempenham papel fundamental para o crescimento e o desenvolvimento de uma economia. Sua contribuição social pode ser avaliada, tanto na geração de oportunidades com o aproveitamento de uma grande parcela da força de trabalho, como no estímulo do

desenvolvimento empresarial, ajudando na criação de um mercado interno capaz de funcionar como base sólida para uma economia sustentável. Sem o constante surgimento de novas empresas de orientação inovativa, o sistema econômico vê-se privado do dinamismo tecnológico necessário ao processo de desenvolvimento.

Muito tem se discutido sobre qual o tipo de empresa mais propício à inovação, todavia há relativo consenso de que para as empresas de base tecnológica essa é uma condição essencial, considerando que desde o seu nascimento elas concorrem no mercado internacional.

Os estudos sobre internacionalização das pequenas e médias empresas enfatizam que a opção de internacionalizar dá-se normalmente em uma etapa posterior ao processo de criação, ou seja, a empresa não nasce com a ambição de exportar. Oviatt e McDougall (1995) defendem um ponto de vista diferente. Para estes autores, algumas empresas já nascem com a ambição de ser global. A oportunidade de negócio visualizada transborda as fronteiras do país, sede da empresa. Muitas vezes, para viabilizar esse negócio a empresa tem que necessariamente, desde muito cedo, estabelecer contatos com clientes, fornecedores e parceiros no exterior. É deste tipo de empresa que falamos quando nos referimos às empresas de base tecnológica, empresas criadas com o objetivo de serem internacionais. (BAÊTA;VIEIRA Jr.; TREMBLAY,2004)

Nesse sentido os empreendimentos de base tecnológica têm vocação internacional e inovadora. A velocidade com que surgem novas tecnologias leva conseqüentemente à rápida obsolescência de produtos e processos. O mercado é essencialmente dinâmico e o consumo efêmero. Mesmo em países como o Brasil com um grande mercado doméstico potencial, deve-se considerar que produzir apenas para o mercado interno é um equívoco. O mercado de empresas de base tecnológica é internacional e impõe que, para se manterem competitivas, as empresas devem atuar na fronteira tecnológica. A inovação é portanto a palavra chave para tais empresas. Isso requer aquisição e geração de conhecimento para a inovação.

A busca da inovação tornou-se central para a competitividade das empresas no mundo atual. Como conseqüência o desenvolvimento econômico de qualquer país está associado à sua capacidade de financiar os empreendimentos inovadores e de modo especial aqueles ligados à Ciência e Tecnologia, como é o caso das pequenas e médias empresas de base tecnológica.

Convém observar que as empresas de base tecnológica têm origem na pesquisa científica e consolidam o paradigma do desenvolvimento tecnológico em diversos campos do conhecimento. Seu processo de produção tem como fonte básica o conhecimento científico e o dinamismo desse conhecimento exige inovação contínua do processo.

A pesquisa científica é a fonte básica de conhecimentos para o desenvolvimento de produtos e serviços biotecnológicos e gerou o modelo empresarial clássico do setor: o “cientista-empresário” e a típica micro e pequena empresa *spin-off* universitária. Este modelo tem sido particularmente bem sucedido nos Estados Unidos, onde o fenômeno emergiu (Kenney, 1986; Bullock, Dibner, 1995). Trajetórias similares têm sido estimuladas (ou emuladas) em outros países (Roberts, Mizouchi, 1989; Lex, 1995; Jank, 1995), consolidando a origem acadêmica e vínculo a fonte científica como o paradigma do desenvolvimento bio-industrial. (JUDICE;BAÊTA, 2003a)

Uma das condições primordiais para o processo de inovação passa pelas alternativas de financiamento e dentre elas destaca-se o investimento de risco ou capital de risco que tem se tornado valioso para financiar tais empreendimentos.

Estudos envolvendo discussões sobre gestão de inovação têm demonstrado a relevância de investimentos de *venture capital* (capital de risco) para o desenvolvimento de PMEs de base tecnológica, dadas as características dessas empresas, anteriormente mencionadas. Nesse contexto, a inserção do capital de risco e de seu investidor em tais empresas, merece destaque pela sua importância para a manutenção e crescimento destas.

O Financiamento de risco

Pavani(2003) indica uma série de fontes através das quais as empresas podem se financiar: lucros acumulados, empréstimos bancários, doações/prêmios, adiantamentos de clientes, créditos de fornecedores, incentivos fiscais ou da venda de participações acionárias. Cada uma dessas fontes tem suas características e restrições. Lembra também aquela autora que de modo geral as formas de financiamento exigem garantias e condições que só podem ser possíveis a empresas estabelecidas e que tenham acumulado lucros ao longo dos anos. Tais alternativas vão desde empréstimos bancários até a de venda de ações.

O financiamento para as pequenas e médias empresas é feito por agências de fomento, de modo geral públicas e pelo capital de risco.

O capital de risco apresenta-se, portanto, como uma possibilidade de financiamento do processo de inovação para as empresas de base tecnológica em contraposição às outras formas de financiamento, por várias razões.

A primeira razão diz respeito à análise financeira dos bancos. A avaliação dos bancos se realiza sobre o desempenho passado da empresa, refletida em seus demonstrativos financeiros. Uma empresa emergente não possui tais demonstrativos e dificilmente preencherá condições exigidas. A segunda razão é que o empreendedor na área de base tecnológica, geralmente não possui garantias reais para tomar empréstimo nas instituições financeiras oficiais, são pesquisadores que iniciam um empreendimento sem condições financeiras para fazer endividamento.

Assim é que o capital de risco pode ser considerado o financiamento adequado para as empresas de base tecnológica, considerando que sua análise volta-se para o futuro da empresa. O capitalista de risco aposta na oportunidade do negócio e torna-se um sócio do empreendimento.

A lógica do investidor de risco é bem diversa do capitalista tradicional. Enquanto o capitalista analisa o passado da empresa, sua história de lucros, seu desempenho financeiro, propriedade, etc. O capitalista de risco avalia a potencialidade do empreendimento, sua capacidade de gerar lucros futuros, ainda que a longo prazo.

A terceira razão refere-se a relevância da participação do capitalista de risco na gestão das PMEs de base tecnológica. O papel do investidor de risco não se limita ao aporte de recursos financeiros para a empresa investida. Sabe-se que essa categoria de empresas é dirigida por empresários-pesquisadores, que possuem inegável conhecimento no *core technology* da empresa, mas cujo conhecimento na área de gestão é muitas vezes precário. Para uma empresa que visa competir no mercado internacional a exigência de uma administração competente é primordial. A atuação do capitalista de risco no negócio, seu conhecimento do

mercado, sua rede de relacionamentos, sua competência na gestão de empresas é fator decisivo para o sucesso do empreendimento.

“ As empresas de base tecnológica têm características bem diferentes das empresas tradicionais. Atuando em setores estratégicos da economia, como biotecnologia, química fina, microeletrônica, informática, mecânica de precisão, novos materiais, elas se originam da pesquisa científica realizada em centros universitários ou laboratórios industriais e não apresentam relação proporcional entre ativo fixo e faturamento. O maior ativo delas é o capital intelectual ou capital intangível. Para crescer e consolidar-se, elas precisam de aporte de recursos, mas não apresentam escala suficiente para interessar ao mercado de capitais, nem garantias para um projeto de financiamento tradicional.

Nesse contexto, o investimento via risco assume papel fundamental para as empresas de base tecnológica, que dispõem de idéias e projetos, mas não do capital para desenvolvê-los. A relevância do *venture capital* vincula-se ao fato de que ele viabiliza projetos em setores considerados estratégicos.” (EMRICH et BAËTA, 2000)

Deve-se ter clareza de que para organizações intensivas em conhecimento, como pequenas e médias empresas (PMEs) de base tecnológica, caracterizadas pela vinculação a ambientes turbulentos, incertos e voltadas para tecnologias de curto ciclo de vida, o processo de inovação tecnológica deve ser considerado como aberto e simultâneo ao processo de “adoção”. A atenção volta-se para os atores internos e externos e para os mecanismos por eles criados na formação de redes destinadas ao desenvolvimento de novas tecnologias e à criação de novos mercados. Na busca por soluções de problemas cada vez mais amplos e complexos, exigem-se, das empresas, abordagens interdisciplinares e sinergia dos atores e de instituições.

Segundo estudos de St-Pierre et Mathieu, (2003) os setores intensivos em conhecimento como biotecnologia por exemplo, são caracterizados por riscos variáveis, uma vez que a incerteza se modifica com a evolução do projeto. Todavia são projetos que dificilmente são assumidos somente por investidores de risco. Aqui o papel do estado também parece fundamental.

Como observa Chang (2004) são características do capital de risco:

- a- A busca de altos retornos para o investimento;
- b- Busca de qualidade na gestão e organização do negócio;
- c- Atuar na fronteira tecnológica;
- d- Buscar competitividade internacional;
- e- Adequar a gestão da empresa com vistas à participação no mercado de capitais.

O Papel do Capital de Risco para o processo de inovação

São características comuns a indústria emergente os processos de tentativa e erro, os comportamentos erráticos, uma vez que predominam a “incerteza tecnológica”, a “incerteza estratégica” e os altos custos de produção. O surgimento de *spin offs* (empresas desmembradas de outras empresas ou da universidade e centros de P&D) e *start ups* (empresas iniciantes) resulta de inexistência ou de baixas barreiras a entrada, características da fase de emergência e da atratividade produzida pelos ganhos do pioneirismo no mercado.

Os usuários e consumidores também são iniciantes e desconhecem os produtos/serviços, devendo neste estágio serem informados sobre os mesmos, até que possam ser capazes de prover *feed back* mais completo de suas necessidades e experimentos de consumo.

Uma série de barreiras estruturais e fatores limitantes constroem a ação das empresas no estágio industrial emergente: a ausência de infra-estrutura de instalações, de canais adequados de distribuição e suprimento de serviços complementares necessários, a qualidade irregular dos produtos, as dificuldades de obtenção de matérias primas e componentes, a ausência de padronização, escala e externalidades de produção, além de um estado de “confusão” (ou as vezes desconfiança) por parte dos clientes e consumidores. (JUDICE e BAÊTA , 2003(b))

O surgimento de *spin offs* ou *spin outs* (empresas desmembradas de outras empresas ou de universidades e centros de P&D) resulta da atratividade dos ganhos do pioneirismo no mercado e inexistência de barreiras à entrada, característica da fase de emergência do setor industrial. Aquelas que conseguem ultrapassar a fase inicial, muitas vezes, apresentam dificuldades para gerenciar o negócio em crescimento e investir em P&D.

Inovações tecnológicas baseadas em conhecimento apresentam um longo prazo de espera entre o aparecimento de novo conhecimento e sua real aplicabilidade. Essas inovações raramente resultam de um único fator, mas da convergência de vários tipos de conhecimento, nem todos científicos ou tecnológicos. Ademais, pela imprevisibilidade inata (incerteza), seus riscos são altos (Drucker, 2002).

É então que a presença do capitalista de risco pode contribuir não somente com recursos financeiros, mas principalmente com a participação na gestão do negócio.

Em outra dimensão, há incertezas quanto a imagem e credibilidade das empresas iniciantes junto a comunidade financeira e, finalmente, há atrasos e transtornos na obtenção de aprovação às regulamentações que pouco a pouco se estabelecem (Porter, 1986).

Em seu estudo sobre as empresas emergentes de internet Chang (2004) assegura que o financiamento de risco é fator determinante na habilidade dessas empresas para alcançar os recursos necessários para o seu crescimento. Tomando o momento do IPO¹ como medida de sucesso, aquele autor aponta três fatores que afetam positivamente o momento do IPO dessas empresas:

1. A reputação do capitalista de risco influi decididamente no desempenho da empresa para acelerar o IPO;
2. A participação do capital de risco favorece a obtenção de recursos financeiros;
3. Outro fator determinante é a facilidade de estabelecer uma rede de alianças estratégicas com a parceria do capitalista de risco.

Para Chang (2004) as empresas financiadas por respeitáveis capitalistas de risco desfrutam dos efeitos de sua reputação, o que contribui para o seu crescimento e concorre para facilitar o momento do IPO, ou seja, para que tais empresas tenham maior facilidade futura de colocar ações no mercado. Acrescenta ainda que as alianças estratégicas que são construídas pelo capitalista de risco favorecem o acesso a recursos sociais, culturais e comerciais que de outra maneira levariam anos para acessar, além de reduzir a desconfiança do mercado (*Liability of*

¹ IPO – Initial Public Offering.

newness), alcançam legitimidade no mercado e melhoram sua performance. O autor assinala que os capitalistas de risco promovem a aceleração do crescimento das empresas, pois têm grande interesse em colocar suas investidas no mercado de ações o mais rápido possível para realizar seus lucros e investir em outras *startups*.

Lições para as empresas de Capital de Risco

No seu estudo sobre empresas emergentes (*startups*) de internet Chang (2004) comprovou as seguintes hipóteses:

1. Quanto maior a reputação das empresas de VC que investem numa *startup* maior a liquidez de suas ações (IPO).
2. Quanto maior o volume de recursos que a *startup* levanta do VC mais rapidamente ela alcança o IPO.
3. Quanto maior a reputação dos parceiros de uma *startup* mais rapidamente ela terá o seu IPO.
4. Quanto mais ampla a rede de alianças de uma *startup* mais rapidamente ela terá o seu IPO.

Dessa perspectiva a participação do capitalista de risco é uma fonte de recursos essenciais para as PMES principalmente novas empresas, uma vez que estes investidores têm como objetivo promover o crescimento da empresa e torná-la auto-sustentável no devido tempo.

Entretanto os acontecimentos que marcaram o período de 1999 a 2001 na economia americana resultaram num declínio sem precedentes da taxa de retorno dos investimentos de risco entre 2000 e 2003 lançando questionamentos sobre o desempenho do setor.

A partir de uma análise sobre os investimentos de risco e as empresas de internet, Green, (2004) aponta algumas lições para as empresas de capital de risco :

1. *O excesso de capital é inimigo de altos retornos.*

Quando há grande volume capital disponível para poucas oportunidades de negócios o caminho mais correto é não perder o foco do negócio e manter a disciplina sob pena de ficar fora do jogo, pois é nestas circunstâncias que a disciplina torna-se mais crítica e é mais facilmente ignorada.

2. *Incentivos econômicos orientam o comportamento.*

De modo geral a estrutura das sociedades de capital de risco tem feito um excelente trabalho de alinhamento de interesses dos sócios (*general partners*) e dos investidores (*limited partners*). A remuneração de capital de risco deve ser orientada pelos seus retornos, pois são eles que atraem seus investidores.

Da mesma forma que se espera que os empreendedores se beneficiem do seu trabalho e dedicação participando das companhias que eles ajudaram a construir, também os investidores esperam ser tratados pelos capitalistas de risco.

3. Investir em empresas e não em produtos

A única maneira de assegurar valorização sustentável e altos retornos é focar em oportunidades que são suficientemente singulares e amplas de modo a construir empresas independentes, lucrativas e com potencial de crescimento. Nesse sentido a estratégia mais acertada é focar em determinado setor industrial e ter expertise suficiente para identificar oportunidades específicas.

4. Estratégia e foco

Existem razões para explicar por que as pequenas empresas de base tecnológica atraem o investimento da empresa de venture capital. De modo geral, as empresas de capital de risco se especializam em certos setores. Ao investir numa empresa, os capitalistas de risco buscam acompanhar seu desenvolvimento com o interesse de estar sempre aprendendo sobre aquele setor. Assim, ao investir em empresas de determinado setor industrial, buscam conseguir melhor inserção naquele mercado com vistas ao desinvestimento.

Muito do valor agregado pelo capitalista de risco é criado pela sua capacidade de partilhar não apenas a experiência pessoal, mas também recursos e lições aprendidas de outras companhias semelhantes.

5. Parcerias são difíceis de escalonar

O crescimento das companhias de capital de risco, com um portfólio muitas vezes de mais de 100 empresas, com 15 a 20 sendo acrescentadas anualmente, tornou-se difícil que todos os parceiros se envolvam profundamente nas decisões de investimento. Assim, por necessidade, em muitos casos um parceiro mais antigo ou um subconjunto deles assume o poder para monitorar e atuar na direção da firma. Quando este modelo não funcionar como uma estrutura de poder consistente e estável, o verdadeiro poder de uma parceria pode transitar para o pior o processo de tomada de decisão de investimento.

A queda desta transição para uma hierarquia formal pode levar à perda da dinâmica da verdadeira parceria. A sociedade torna-se uma coleção de praticantes o que difere da mentalidade de parceria: um por todos e todos por um.

6. Reputação e integridade são essenciais

Um fundo de capital de risco requer a compreensão de que o investimento do capital é feito por um conjunto limitado de parceiros ou seja, poucos podem de fato influenciar as decisões da firma. O nível de confiança exigido é bastante alto. Apesar desse compromisso constar no contrato, essa é uma questão que deve ser tratada com o maior respeito. Muitas companhias tomam estas relações como estabelecidas a priori, entretanto isto pode funcionar nos tempos favoráveis e a curto prazo, mas o assunto requer confiança de longo prazo. Da mesma forma para um empreendedor, fundador de uma companhia, a decisão de fazer uma parceria com um capitalista de risco requer enorme confiança. Identificar a liderança correta para a empresa é o melhor caminho. Porém nada é mais crítico tanto para o empreendedor quanto para o investidor do que um tratamento justo e respeitoso a fim de manter a relação de confiança. Enfim, o negócio de capital de risco requer profunda relação de confiança de um amplo conjunto de stakeholders

(apoiadores) para construir algo significativo no futuro. A confiança nas pessoas é mais importante do que um excelente projeto.

A política de Capital de Risco no Canadá

Diferentemente dos Estados Unidos, onde quase todos os fundos são gerenciados por organizações com participação limitada, segundo Macdonald & Associates, (1998)² no Canadá o mercado de capital de risco segmenta-se em cinco categorias: a) Fundos privados; b) fundos corporativos; c) fundos governamentais; d) fundos híbridos; e) fundos patrocinados por trabalhadores (Labor-Sponsored Venture Capital Funds- LSVCFs). Os fundos patrocinados por trabalhadores dominam o mercado canadense de capital de risco desde a década passada. Em 1991 estes fundos (LSVCFs) proveram 40 % do capital para novos investimentos de risco. Em 1995 o percentual capturado pelos LSVCFs foi de 80% do total levantado na indústria de capital de risco. Entre 1996 e 2000 conquanto tenha havido uma diminuição em termos do capital levantado pelos LSVCFs, eles continuavam dominando o mercado canadense de capital de risco (Ayayi 2002) e este padrão permanece até 2004.

Uma legislação federal e provincial assegura vários benefícios aos investidores nos Fundos patrocinados por trabalhadores – LSVCFs, com o objetivo de garantir objetivos sociais como investimento prioritário em PME e criação de novos empregos. Segundo Ayayi (2004) dentre os benefícios que estes Fundos proporcionam à economia canadense incluem-se:

1. Os fundos fornecem capital de risco para PMEs que de outra forma não teriam acesso a tais recursos;
2. Os fundos permitem a manutenção de empregos, criação de novos e apoio a companhias com problemas financeiros;
3. O foco no trabalhador favorece melhor qualidade de vida à classe trabalhadora e indiretamente aumenta a produtividade;
4. Os fundos retém capital nas próprias comunidades e usam para atividades econômicas com grande potencial para a criação de empregos de qualidade.

Há porém efeitos restritivos para a economia como um todo.

A - argumentos diz respeito à alocação imprópria de recursos de capital de risco no mercado. As taxas associadas aos fundos distorcem os incentivos para investir.

B – A natureza especulativa da indústria de capital de risco fica restrita a um grupo especializado com acesso a informações privilegiadas do mercado.

C – As taxas privilegiando os canadenses restringem a entrada de investidores estrangeiro.

D – Além disso, considerando que os LSVCFs dominam 50% do capital de risco no Canadá, a indústria de risco é afetada por sérias limitações, como por exemplo o fato de não usufruir das potencialidades do mercado global, o que faz a industria de risco canadense menos competitiva.

E – Outro argumento aponta para o efeito das taxas subsidiadas que faz com que o investidor se satisfaça com baixos retornos. Esta distorção se faz sentir no resultado financeiro da indústria em geral.

Ayayi (2004) conclui que a despeito do seu potencial lucrativo os fundos de capital de risco no Canadá apresentaram um desempenho pobre na última década. Em parte devido à medíocre gestão da maioria dos Fundos, e em parte devido à legislação que tem

² Macdonald & Associates Limited (1998) . The Canadian Venture Capital Industry: Sources of Capital and Implications for Industry Structure” Toronto, Canada: Canadian Venture Association. Citado por Ayayi,2004.

restringido a utilização de seus recursos a aplicações que nem sempre atuam com agressividade no mercado e nem investem em projetos de qualidade.

Algumas considerações

A análise dos diferentes estudos sobre o financiamento de risco às PMEs nos permite assinalar a relevância do capital de risco para o crescimento e a sustentabilidade dessas empresas e de modo particular para as empresas de base tecnológica.

O estudo evidencia que a participação do capitalista de risco favorece o acesso a vários recursos que de outra maneira as PMEs não alcançariam, tornando-as auto sustentáveis e com grande potencial de crescimento.

Coloca em destaque o papel relevante que as Pmes investidas podem desempenhar numa economia através da manutenção e criação de empregos de qualidade e no desenvolvimento regional.

Os desafios, entretanto, não são poucos. Dentre as condições necessárias para o fortalecimento da indústria de capital risco pode-se afirmar que a participação do governo, através de uma legislação adequada que estimule a população a investir mediante incentivos, principalmente investidores institucionais (fundos de pensão).

Todavia é preciso deixar claro que o capital de risco é um investimento de longo prazo e tem especificidades que não podem ser descuidadas.

O apoio dos governos aos estágios precedentes de *business angels* e *seed money*, isto é em fases anteriores ao financiamento de risco propriamente dito pode concorrer para o melhor funcionamento desta categoria de empresas e para a dinâmica da economia

Além disso a capacitação do empreendedor internacional, que tem clareza quanto à necessidade de competir no mercado internacional é um aspecto importante para o desenvolvimento de uma mentalidade de parceria em que empreendedores e investidores possam cooperar na busca de seus objetivos. Outro aspecto relevante é a governança nos negócios, isto é, transparência e confiabilidade, fazem parte do ambiente de negócios necessário à atuação do capital de risco.

Referências:

AYAYI, Ayi. *The distinctive features of venture capital market*. Revue International de Gestion 26 (4) pp. 23-33, 2002.

_____. *Public Policy and Venture Capital: The Canadian labor-sponsored venture capital funds*. Journal of Small Business Management, pp.335-345, 2004.

BAÊTA, Adelaide M. C.; VIEIRA Junior, Candido B.; TREMBLAY Diane-Gabrielle. *International Entrepreneurship: the challenge of incubators in Brazil*. Trabalho aceito para ser apresentado 5th Triple Helix Conference. Torino, Italy, 18 a 21 de maio de 2005.

DRUCKER, Peter. 2002.

EMRICH, Guilherme ; BAÊTA, Adelaide M.C. *Capital de Risco*. In DOLABELA et FILION (Organizadores) Boa Idéia e Agora? Cultura Editores.2000

CHANG, Jin. *Venture Capital financing, strategic alliances, and initial offerings of internet startups*. Journal of Business Venture, 19 p. 721-741, 2004.

GREEN, Jason. *Venture capital at a new crossroads: lessons for the bubble*. Journal of Management Development. Vol.23,n.10, 2004, pp. 972-976.

JUDICE, Valéria M. M. ; BAÊTA, Adelaide M.C. *Biotechnologia e venture capital no Brasil: repulsão fatal?* Proceedings of Third International Conference Iberoamerican Academy Management , São Paulo, December 7-10, 2003.

JUDICE, Valéria M. M. ; BAÊTA, Adelaide M.C. *Modelo empresarial , gestão de inovação e investimentos de venture capital em empresas de biotecnologia no Brasil* .Anais Enanpad, 2003.

PAVANI, Claudia. *Construindo o caminho do Capital de Risco no Brasil*. Revista Inteligência Empresarial, n. 15. abril, 2003.

ST-PIERRE, Josée; MATHIEU, Claude. *Financement par capital de risque :*

Évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche – rapport de recherche présenté à industrie – Institut du Recherche sur les PME. Canadá, 2003.