

Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Economia

Fernanda Silveira Carneiro

**Política Brasileira de Venture Capital: o viés de vizinhança no
Projeto INOVAR**

Brasília – DF

2013

Fernanda Silveira Carneiro

**Política Brasileira de Venture Capital: o viés de vizinhança no
Projeto INOVAR**

Monografia apresentada ao
Departamento de Economia como
requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Economia.

Professor Orientador: Professor,
Dr. Clóvis Zapata

Professor Examinador: Professor,
Dr. José Carneiro Cunha

Brasília – DF

2013

AGRADECIMENTOS

Minha família por todo suporte e confiança depositados.

Professor Clóvis Zapata e Professor José Carneiro pelo apoio prestado na orientação para a elaboração do trabalho.

RESUMO

Esse trabalho visa analisar porque as gestoras de fundos de Venture Capital que participaram do Projeto INOVAR tem apresentado um investimento reduzido em algumas regiões brasileiras, embora as mesmas tenham importantes polos tecnológicos, através de uma análise de dados, obtidos na FINEP, desde a 1ª chamada do programa Inovar Fundos até a 13ª chamada. Com base em métodos utilizados em outros artigos, foi observado que há uma preferência por parte das gestoras de fundos de venture capital de investir em empresas que se situam geograficamente mais próximas. Como a maioria das investidoras se encontra na região sudeste essa área apresentou maior número de investimentos em detrimento às outras.

LISTA DE ABREVIATURAS SIGLAS

ABVAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ARD	American Research and Development
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
GV-CEPE	Centro de estudos de Private Equity da Fundação Getúlio Vargas
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FUNCEF	Fundação dos Economiários Federais
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas
IPO	Initial Public Offer
PE	Private Equity
PME	Pequenas e médias empresas
VC	Venture Capital
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
TI	Tecnologia da Informação

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	6
2. RESUMO TEÓRICO.....	9
2.1 Venture Capital.....	9
2.2 O Venture Capital no Brasil.....	11
2.3 Viés de Vizinhança	15
3. METODOLOGIA.....	28
3.1 Hipóteses.....	28
3.2 Descrição da Amostra	30
4. ANÁLISE DO VIÉS DE VIZINHANÇA.....	32
5. DISCUSSÃO	40
6. CONCLUSÕES	43
BIBLIOGRAFIA	45
ANEXO	49

1. INTRODUÇÃO

A habilidade de combinar fatores (capital, mão de obra e recursos) para inovar é fundamental para a criação de vantagens competitivas. De acordo com Schumpeter (1934), ao longo dos anos, a inovação tem sido o fator-chave no crescimento econômico mundial ao gerar o aumento da produtividade nas empresas.

As *startups*¹ e as pequenas e médias empresas (PMEs) são muito importantes na economia brasileira, juntas representam 99% das empresas e 60% da mão de obra, somando aproximadamente 20% do PIB (SEBRAE, 2012). Frequentemente, diversas *startups* e as PMEs têm ideias que são potencialmente inovadoras, mas devido à falta de recursos financeiros não têm como colocá-las em prática no mercado. Nos países emergentes, a falta de financiamento, que é sensivelmente maior que do primeiro mundo, é uma das maiores causas para que as empresas entrem em falência (ANDREASSI; SIQUEIRA, 2006).

Percebendo esse problema, Governos de diversas partes do mundo tem tentado replicar e difundir um método de financiamento que atingiu grande sucesso nos Estados Unidos e se mostrou muito eficaz em promover a inovação e o empreendedorismo, o *Venture Capital* - VC (DA RIN; NICODARO; SEMBENELLI, 2005). Como mostra Ramalho (2010), a busca pela promoção desse tipo de financiamento tem levado ao gasto de grandes quantias de verba pública.

Da Rin, Nicodaro e Sembenelli (2005) apontam, no entanto, que ainda não foi comprovado economicamente que exista expansão da inovação e do empreendedorismo através da crescente arrecadação de fundos de VC para empresas tecnologicamente inovadoras. E, embora se busque através do VC promover a criação de empresas inovadoras e dinâmicas, isso não implica que a aplicação de mais fundos resulte em um número maior de companhias de sucesso.

No Brasil, o VC surge por volta de 1970 com o BNDES. No setor privado, a primeira empresa de VC surge com a Brasilpar na metade da década de 1970 (Ribeiro, 2005). Em 1999, o Governo Brasileiro, percebendo a importância do setor

¹ Nesse trabalho entende-se startup como um potencial empreendedor (SEBRAE, 2012)

de VC, bem como a escassez de financiamento para companhias inovadoras, realiza, através da Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP um estudo sobre o ambiente de investimento, identificando lacunas que poderiam ser preenchidas por meio do financiamento de VC. Dentre elas, pode-se identificar como cruciais o baixo número de fundos domésticos de gerenciamento de VC, a falta de um intermediador eficiente entre o investidor e as PMEs, a falta de um marco normativo e de uma regulação jurídica para o setor (LEAMON; LERNER, 2012).

Buscando resolver os problemas apontados e promover o setor, a FINEP se associa ao Fundo Multilateral de Investimento do BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento ao Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequena Empresas - SEBRAE e à Fundo de pensão da Petrobrás - PETROS, e lança, em outubro de 2001, o Projeto INOVAR.

Leamon e Lerner (2012) mostraram que em 2007, após diversos painéis, fóruns e programas de treinamento, o projeto INOVAR alcançou os seguintes resultados: o investimento nos fundos de VC pelos fundos de pensão, o aumento de fundos arrecadados para o setor e o surgimento da empresa multinacional de software TOTVS (antiga Microsiga) - sediada no Brasil.

A FINEP então, almejando estimular investidores ‘anjos’² e de capital-mente, para que a indústria de VC brasileira chegasse mais próximo de padrões internacionais de investimento, e atraísse mais investidores auxiliando outros países Latino Americanos a adotar esse modelo de financiamento, lança, em julho de 2008, o projeto INOVAR II. Dessa segunda parte do programa, podem-se citar a instalação das empresas Ningo e a Pixon como casos de sucesso, e a replicação desse modelo para projetos no Peru, Colombia, Mexico, Chile e Argentina.

Apesar do aparente atendimento às metas iniciais do programa em promover o Venture Capital no Brasil, Ramalho (2010) nota uma disparidade na quantidade de investimentos de VC nas regiões do Brasil. Existe um claro crescimento concentrado de investimentos na região sudeste, apesar da existência do surgimento e implantação de importantes parques tecnológicos nas regiões nordeste e sul.

² Os investidores-anjo são profissionais de diferentes áreas que apostam em projetos de organizações novas no mercado. Além de financiarem as corporações, eles orientam os empreendedores, indicando clientes, fornecedores e parceiros (SPINA, C., 2011)

Sapienza (1992), através de questionários realizados no final da década de 1980 às gestoras de VC e às empresas que recebiam os investimentos, já havia observado naquela época que as gestoras de VC mais eficientes eram aquelas que mantinham um contato frequente com as empresas investidas. Como a qualidade dos meios de comunicação e transportes eram menos desenvolvidos naquela época, esse contato mais frequente acontecia, em geral, entre empresas que se situavam mais próximas geograficamente.

Decorridas duas décadas, houve um grande desenvolvimento tecnológico e dos meios de transporte, o que facilita a comunicação entre empresas mais distantes e tal situação poderia ser claramente modificada pela redução dos custos relacionados ao potencial contato frequente. Entretanto, Cumming e Dai (2009) observaram que, nos Estados Unidos, empresas gestoras de VC ainda consideram a proximidade geográfica um fator de peso na escolha de seus investimentos. O fenômeno no qual indivíduos preferem realizar investimentos em mercados mais próximos, seja em seu país ou região, em vez de mercados mais distantes, mesmo quando a diversificação possibilite maiores lucros potenciais, é conhecido como “viés de vizinhança” (*home bias*) (COVAL, MOSKOWITZ, 1999).

Esse estudo investigará, através de uma análise dos editais e das bancas de investimento em Venture Capital, se o fenômeno de viés de vizinhança se verificou nos fundos de VC da FINEP. Essa monografia está organizada da seguinte forma: o capítulo 2 faz uma revisão da literatura sobre Venture Capital no Brasil; o capítulo 3 descreve a metodologia, os dados e as variáveis; o capítulo 4 analisa o viés de vizinhança; o capítulo 5 discute os resultados e, por fim, o capítulo 6 apresenta as conclusões.

2. RESUMO TEÓRICO

2.1 O Venture Capital

Segundo Ramalho (2009), o principal desafio de uma empresa é atingir e manter vantagens competitivas a partir do desenvolvimento de capacidades dinâmicas que modificarão ou melhorarão suas competências. A habilidade de combinar recursos é uma competência importante para inovar e ganhar vantagens competitivas.

Buscando ajudar a resolver esse problema surgiu, em 1946, nos Estados Unidos, o *Venture Capital* - VC com a American Research and Development - ARD, que buscava realizar investimentos de alto risco em companhias emergentes baseadas na tecnologia desenvolvida na Segunda Guerra. A desconfiança em um primeiro momento, seguido de euforia devido ao sucesso que mostrava, levou a um crescimento quase que contínuo desse mercado, tendo seu *boom* em 2000 com a revolução da internet (GOMPERS; LERNER, 2001).

Esse tipo de investimento se mostrou inovador, pois o gerente do fundo de VC não só oferece capital necessário para a empresa como também passa a ser dono de uma parte da empresa, atuando na gestão da mesma. Isso permite lidar melhor com as incertezas, assimetrias de informação, baixa liquidez e a falta de garantia, com o viés de que se o investimento se mostrar um fracasso a empresa que recebeu o financiamento nada deve à investidora (GOMPERS; LERNER, 2001). Pelo elevado risco e trabalho requerido, esse tipo de modelo se mostra adequado apenas para projetos com elevada taxa esperada de retorno (RIBEIRO, 2005).

A participação ativa como gestora do negócio não só funciona como ferramenta de controle, como ensina bastante a empresa sobre ferramentas de monitoramento e desempenho, profissionalização da administração, mecanismos de compensação, *networking* entre outros que ajudam a construir uma companhia de sucesso, que poderá caminhar com as próprias pernas quando se tornar madura (RAMALHO, 2009). É a partir desse modelo que surgiram várias empresas revolucionárias, entre elas: Google, Microsoft, Apple, eBay, Amazon, Yahoo, Intel,

Starbucks, FedEx; já no Brasil podemos citar o Busca pé, Mercado Livre e Bebe Store³.

O suporte profissional oferecido por esse fundo é importante não apenas para a empresa que o recebe, mas para a economia como um todo. Wilson *et al.* (2012) mostram que, durante a crise de 2009 as empresas que obtiveram esse suporte apresentaram um desempenho econômico e financeiro superior à média antes e durante a recessão global. Com uma produtividade variando entre 5-15% e um lucro de 3-5% a mais de diferença, além de taxas positivas de retorno e crescimento do emprego. Uchimura (2011) mostra, a partir de uma análise quantitativa de dados secundários de índices disponibilizados pela Económica para o período de 2004 a 2010, que empresas que receberam aporte de fundos de VC apresentaram melhor desempenho de mercado do que as empresas não aportadas.

Para tentar descobrir quais fatores influenciam positivamente a promoção de um mercado de *Venture Capital*, Da Rin, Nicodaro e Sembenelli (2005) realizaram um estudo aprofundado sobre o tema. Nesse estudo investigam-se como as políticas públicas podem contribuir para o crescimento dos investimentos de *Venture Capital* nas áreas de startups e alta tecnologia.

As principais conclusões apresentadas pelo estudo foram: as opções de saída são muito importantes para o VC; a redução dos impostos sobre de ganho de capital elevam os investimentos em alta tecnologia e startups; as regulações trabalhistas têm efeito negativo sobre os investimentos em tecnologia, a suposta criação de melhores oportunidades empresariais devido aos gastos públicos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) não favorece a inovação e o aumento de fundos públicos para startups reduz, no caso europeu, a quantidade de fundos privados de VC.

Cumming (2006), no entanto, discorda desse último ponto, argumentando que os métodos usados no estudo realizado pelo Banco Central Europeu eram incorretos e que as conclusões não eram suportadas por dados. A fim de dar maior embasamento aos seus argumentos, Cumming (2012) analisa os impactos das empresas de *Venture Capital* na Austrália, comparando-os com os das empresas subsidiadas pelo governo.

³ Essas três últimas na verdade são conhecidas como 'empresas clone': empresas que pegam um negócio de sucesso no exterior e o copiam, adaptando-o às necessidades do país.

A partir desse trabalho, o autor mostra que, antes da criação do “Fundo de Investimento em Inovação”, que combina fundos públicos com investimento privado, as startups australianas tinham um setor de Venture Capital muito menor que os Estados Unidos ou os países europeus. De acordo com o estudo, empresas que receberam financiamento de VC apresentam maiores níveis de investimento em P&D e um maior número de patentes. Além disso, o autor indica que a expansão dos investimentos do tipo venture facilitariam mais inovação e o crescimento econômico na Austrália devido à expansão de outras fontes de capital e isso tudo não teria sido possível sem um incentivo público.

Uma ramificação da questão sobre as políticas de apoio local ao Venture Capital é analisada com o estudo realizado por Jenner-Suchard (2013) no qual os autores investigam se os investimentos estrangeiros de Venture Capital aumentariam a probabilidade de sucesso dos investimentos na China. O que, no caso do país analisado, não aconteceu. Embora o venture capital seja um meio de financiamento focado em empresas de alto risco com alta capacidade de retorno, alguns autores notaram que muitas vezes as empresas são escolhidas nem tanto pela sua capacidade de retorno, mas pela proximidade do gestor (COVAL; MOSKOWITZ, 1999. CUMMING; DAI, 2009).

2.2 Venture Capital no Brasil

No Brasil, o Venture Capital chegou em 1974 com a ajuda do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que criou três subsidiárias voltadas para esta atividade, que seriam fundidas em 1982, sob o nome BNDESPAR. Já primeira empresa privada no ramo é fundada, em 1975, com a Brasilpar, resultado de uma parceria entre o Unibanco e o Banco Paribas, quando o modelo norte americano já havia amadurecido. Contudo, com a década seguinte marcada pela hiperinflação e pela recessão econômica, o ciclo brasileiro de *Venture Capital* vai acabar se fortalecendo em 1994 com a estabilização econômica (SIQUEIRA *et al.*,2010).

Mesmo assim, durante esse período, mais especificamente em 1986, surge uma nova regulamentação que reconhecia as Sociedades de Capital de Risco (SCR) (Decreto-Lei 2.287, regulado pelas Leis Nº 1.184/86 e 1.346/87), organizações gestoras de VC focadas exclusivamente na aquisição de participação minoritária em PMEs, beneficiando-as com isenções e incentivos fiscais. Embora tivesse sido uma boa ideia para incentivar a indústria de VC no Brasil, o fato de: excluir as médias e grandes empresas; não permitir a utilização de instrumentos de dívida e de ser incompatível com a regulamentação do BACEN sobre ganho de capital a tornaram insustentável, levando ao seu insucesso em pouco tempo (ABDI, 2011).

Mesmo assim, já se percebe a importância de regulamentar esse setor. Com isso, em 1994, a CVM lança a Instrução 209 que cria o Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), regulamentando, dessa forma, os investimentos em PMEs. Nos anos seguintes, a estabilidade econômica e as oportunidades surgidas, devido às privatizações, permitiram o desenvolvimento da indústria de Venture Capital, com isso diversas gestoras internacionais, como AdventInternational, levantaram fundos para o Brasil (ABDI, 2011).

A antecipação da crise cambial de 1999 leva a uma diminuição da entrada de organizações no setor no final da década de 1990, todavia em 1999, percebendo a importância desse setor bem como a escassez de financiamento para companhias inovadoras, a FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos) realiza um estudo sobre o ambiente de investimento, identificando 07 (sete) lacunas que precisavam ser preenchidas: o baixo número de fundos domésticos de gerenciamento de VC; a falta de vontade dos fundos de pensão de fazer investimentos no setor; o fato de não haver uma organização que pudesse orientar novos investidores; mercado de ações pouco desenvolvido; a falta de um intermediador eficiente entre o investidor e as PMEs; a falta de um marco normativo e de uma regulação jurídica para o setor e baixa familiaridade das empresas com o VC como meio de financiamento (LEAMON; LERNER, 2012).

Em 2000, a indústria se expande, com os investimentos passando de US\$ 200 milhões em 1997 para US\$ 1,1 trilhão em 2000, e é consolidada com a criação da ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco), que se tornaria ABVCAP (Agência Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*) cinco anos mais tarde.

Desde então, a indústria tem passado por altos e baixos, apresentando, entretanto, tendência ao crescimento (ABDI, 2011).

Buscando resolver os problemas apontados pela pesquisa realizada em 1999 e promover o setor, a FINEP se associa ao Fundo Multilateral de Investimento do BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento), ao SEBRAE (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequena Empresas) e à PETROS (fundo de pensão da Petrobrás), e lança, em outubro de 2001, o Projeto INOVAR. O programa, que estava previsto para durar 5 (cinco) anos, ficou posteriormente conhecido como INOVAR I e tinha como objetivo ajudar as PMEs a ganhar acesso ao capital enquanto encorajava o surgimento de novos fundos de VC e de gestores de fundos no Brasil. Esses objetivos seriam atingidos por 3 (três) meios: painel de fundos, formado por um conjunto de investidores que juntos analisavam e apresentavam os direitos e obrigações dos fundos de VC; fóruns, que proviam conhecimento necessário sobre o assunto tanto para empreendedores quanto para investidores; e, os programas de treinamento, que serviam para capacitar os investidores em questões de boas práticas e diligência (LEAMON; LERNER, 2012).

Em 2006, após diversos painéis, fóruns e programas de treinamento, o referido projeto é encerrado tendo alcançado como principais resultados: o investimento nos fundos de *Venture Capital* (VC) pelos fundos de pensão, o aumento de fundos arrecadados para o setor e o surgimento da TOTVS⁴ (antiga Microsiga). (LEAMON; LERNER, 2012). Nesse mesmo ano o ministro da Ciência e Tecnologia, Sérgio Rezende, notando a importância do investimento em tecnologia no Brasil em empresas nascentes, lança o “Inovar Semente”, programa que teve como objetivo investir, ao final de 6 (seis) anos de duração, R\$ 300 milhões em 340 (trezentos e quarenta) empreendimentos nascentes inovadores de base tecnológica, com aportes que variam entre R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão (FINEP, 2005).

Almejando estimular os investidores ‘anjos’ e de capital-semente, fazer com que a indústria de VC brasileira chegasse o mais próximo dos padrões internacionais, atraísse mais investidores e ajudasse outros países Latino Americanos a adotar esse modelo, a FINEP lança, em julho de 2008, o projeto INOVAR II. Dessa segunda parte do programa, pode-se citar a Ningo e a Pixon

⁴ Empresa multinacional de software sediada no Brasil

como casos de sucesso e a utilização desse modelo para projetos no Peru, Colombia, Mexico, Chile e Argentina.

Toda a trajetória do Projeto INOVAR da FINEP é apresentada por Leamon e Lerner (2012), onde eles mostram a razão do surgimento do programa, suas divisões, as dificuldades encontradas pelos fundadores, quem faz parte do programa e as histórias de sucesso. O programa é dividido em três partes, o “Painel de Fundos”, onde, durante dois ou três dias, a partir de chamadas públicas são apresentadas propostas de fundos aos investidores. O “Venture Fórum”, na qual os empreendedores pré-selecionados pelo INOVAR passam por um treinamento no qual aprendem a preparar seus planos de negócios para os investidores, que encontrarão no “Painel de Fundos”. O “Treinamento VC”, no qual possíveis investidores e interessados aprendem sobre como funciona o setor de VC. Dentre as dificuldades do programa pode-se citar a pouca verba destinada a ele, e a falta de pessoas interessadas em trabalhar no programa.

Ainda em 2003, é criado o Centro de Estudos e Pesquisa de Private Equity e Venture Capital (GVcepe). No mesmo ano a CVM publica a Instrução 391, que regulamentava os veículos de investimento de VC constituídos no Brasil, isso se mostrou um grande avanço na indústria uma vez que abriu maior espaço para a participação dos fundos de pensão no setor (ABDI, 2011), que, nos Estados Unidos, são a maior fonte de capital privado no setor (SAHLMAN, 1990).

Com os primeiros desinvestimentos de empresas em portfólio por meio de IPO ocorridas no final de 2004, o primeiro ciclo do Venture Capital no Brasil estava encerrado. A fim de realizar um balanço geral da situação no Brasil e de fazer uma análise histórica, o GVcepe lança, em 2005, o “Primeiro Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital”, sendo esse considerado o marco da sistematização do conhecimento sobre essa indústria (ABDI, 2011).

Com o objetivo de tentar conhecer melhor o mercado de VC, Siqueira *et al.* (2010) pesquisaram os determinantes de sucesso do *Venture Capital* no Brasil. Verificando, a partir de um recolhimento e análise de dados do Censo PEVC e do GVcepe, que: o volume de capital investido, o número de investimentos realizados, a existência de co-investidores, a origem estrangeira, a experiência da organização gestora, a intensidade de contato entre gestores e empresas do portfólio e o

número de assentos no conselho administrativo, são fatores que influenciam positivamente o desempenho dos veículos de investimento nesse país.

Ramalho (2009 e 2010) pesquisou o crescimento do setor de VC de 1999 até 2008 mostrando que, embora ainda existam melhorias a serem feitas, nesse período o setor cresceu o suficiente para criar condições favoráveis ao desenvolvimento de negócios inovadores (principal foco desse ramo que financia empresas de alto risco, mas com alto potencial para crescimento) e promover a inovação. Isso se deu devido à criação de leis específicas, como a CVM Nº 391/03, que explicam o funcionamento do setor e o regulam, garantindo assim maior segurança aos investidores.

O mesmo autor também pesquisou os setores preferidos pelos fundos de VC para realizar seus investimentos, mostrando que Tecnologia da Informação (TI) e produtos industriais lideram a lista de preferências. Meirelles *et al.* (2008) mostram a importância desse suporte financeiro e administrativo para as empresas de base tecnológica, e aponta o VC como grande promotor de tecnologia criada por pequenas empresas, devido às razões já citadas de financiar projetos de alto risco de empreendedores que não tenham ativos que possam ser usados como garantia.

2.3 Viés de Vizinhança

Apesar de vivermos em um mundo digitalizado, no qual a troca de dados e informações ocorre de forma quase instantânea, a distância física é uma preocupação constante dos investidores de Venture Capital (FARRELL, 2010). Cumming e Dai (2009) apresentam duas vertentes de pensamento para a preferência dos gestores por proximidade física. A primeira linha de pensamento, Coval e Moskowitz (1999), sugere que essa preferência se dá pela possibilidade de se obter informações privilegiadas através do contato não só com a firma, mas com seus empregados, clientes e fornecedores. A segunda linha de pensamento, Huberman (2001) busca uma explicação baseada na psicologia do pensamento humano, ao acreditar que o viés de vizinhança decorre de uma simples preferência que algumas pessoas têm de investir no que é familiar.

Coval e Moskowitz (1999) e Cumming e Dai (2009), estudaram o viés de vizinhança presente dos investimentos de VC nos EUA. Para isso, os autores usam uma equação para cruzar a latitude e a longitude, obtidos a partir do cep, tanto das empresas investidas, como das que realizaram o investimento. Observaram que empresas em estágios iniciais e a especialização na indústria tecnológica aumentam o viés de vizinhança, e esse viés é mais forte no caso do investidor principal, ou quando este investe sozinho.

Cumming e Dai (2009) também observam que, mesmo com a facilidade atual de acesso a informação a longas distâncias, o fator distância se mostrou importante para o melhor desempenho dos investimentos em VC. Sugerindo que mesmo com os avanços na comunicação a proximidade física reduz a assimetria de informação e os custos de monitoramento.

Os mesmos autores apontam três extensões principais da análise de viés de vizinhança, que seriam: primeiro, nos financiamentos de VC o financiamento depende não só da vontade da gestora, mas também da empresa que recebe o investimento. Segundo, a assimetria de informações em investimentos de VC é pior do que no caso de investimentos em empresas públicas. Terceiro, gestores de VC, em geral, exigem contato pessoal com os administradores da empresa investida antes e depois da decisão de investimento, em média são realizados 5 encontros “cara-a-cara”, com isso longas distâncias dificultariam reuniões e um maior monitoramento das empresas o que poderia levar a um risco moral, quando uma empresa assume maiores riscos pois o seu custo é inferior ao do risco tomado.

Tian (2010) analisa, nos Estados Unidos, uma alternativa para o monitoramento realizado pelas investidoras, o financiamento por etapas. Quando o financiamento é dividido em etapas cada uma tem uma meta a ser atingida e o financiamento só continua se essas metas forem alcançadas. Isso ajudaria a reduzir o problema dos agentes, que é o conflito de interesses gerados quando se espera que um agente atue de acordo com os interesses de outro, quando a tendência é que sempre se aja motivado por interesse próprio.

Baseado em três hipóteses, a hipótese de monitoramento (*monitoring hypothesis*): que acredita que o monitoramento das empresas e o financiamento por etapas são substitutos, e ambos representam custo para o investidor, já que no

financiamento por etapas há custos com contratos e negociações, além de poder induzir a empresa investida a visar apenas sucesso a curto prazo a fim de manter o financiamento, e que, atrasos na implementação de projetos, devido ao fato do capital investido ser dividido, pode aumentar os gastos da firma investida. A hipótese de resistência (*hold-up hypothesis*): que se refere a ideia de que o financiamento por etapas pode reduzir a tendência da empresa investida de resistir às vontades da gestoras, sob ameaça de abandonar a empresas por outra oportunidade melhor. E a hipótese de aprendizagem (*learning hypothesis*): que sugere que dividir o financiamento por etapas permite a investidora de VC aprender mais sobre a empresa investida ao longo do tempo.

A partir da distância geográfica entre gestores e firmas investidas e usando regressões econométricas, Tian (2010) observa que investidores de VC localizados mais distantes das empresas na qual aplicam seu capital tendem a realizar seu investimento através de um número maior de rounds de financiamento, com um menor espaçamento de tempo entre esses rounds e uma quantia menor investida em cada um deles. Essa distância aumenta os custos para a empresa que realiza o financiamento, diminuindo o retorno do investimento, além de haver maiores chances de ocorrer assimetria de informações.

Contradizendo Cumming e Dai (2009), e diversos outros autores (KANIEL; SAAR; TITMAN, 2008) que acreditavam que a proximidade física entre investidor e a empresa investida tivessem um impacto positivo sobre o retorno de capital e o sucesso da empresa. Seasholes e Zhu (2010) mostram que, nos Estados Unidos, os indivíduos não têm retornos superiores em seus investimentos locais. Os autores provam isso com um teste t, pelo qual comparam o retorno médio das vendas menos as compras de portfólio, através do qual mostram que um único investidor não tem o poder de incorporar as informações nos preços ou a capacidade de explorar informações privilegiadas a fim de obter maiores retornos de capital.

Iriyama, Ly e Madhavan (2010) notaram um paradoxo no VC. Embora haja uma aparente pressão no sentido de globalizar o VC notam-se fortes concentrações regionais do mesmo. Isso os levou a questionar se as redes de contatos ("*human networks*") dos gestores, que são os promotores da globalização de VC, também apresentavam concentrações regionais. A partir disso, eles procuraram analisar a distribuição geográfica dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos e

perceberam que em determinadas regiões há pontos de concentração de investimentos de algumas nações específicas. Através de uma análise do Índice Bilateral de Intensidade com dados das bases de dados: Thomson, SDC e VentureXpert, os autores mostraram que empresas estrangeiras tem preferência por investir na mesma localidade que as outras empresas de seu país investem, devido a uma rede de contatos pré-existente.

Wang e Wang (2012) perceberam que o mercado de VC tem se tornado um mercado cada vez mais internacional, fazendo aumentar também o investimento de VC provenientes de gestoras de países estrangeiros. Entretanto, investimentos em VC estrangeiras representam um maior risco, principalmente quando a oferta de empresas é limitada.

Baseado nisso, Wang e Wang (2012) investigaram o desempenho de fundos de venture capital estrangeiros, focando no impacto que a liberdade econômica dos países que receberam os fundos teria sobre o desempenho do mesmo. Usando a base de dados do “Thomson Financial” e realizando regressões econométricas, os autores observam que uma empresa com capital estrangeiro de VC em um país de economia mais liberal, como os países europeus e da América do norte, tem maior probabilidade de ter uma saída de sucesso, seja através da abertura de capital no mercado de ações ou da venda da empresa investida para outras empresas. Os autores perceberam também que em economias mais liberais o governo costuma ter um papel de facilitador de investimentos, o que é essencial para a sobrevivência e sucesso do mesmo, uma vez que a burocracia tende a ser menor e o ambiente monetário mais estável e seguro, além disso, o sistema financeiro costuma ser mais livre transparente e aberto.

Notando que diversos países do mundo têm implementado programas para promover o VC com o objetivo de suprir a falta de financiamento por outros meios e promover o surgimento de empresas inovadoras e duradouras e, vendo que embora existam alguns estudos sobre a eficiência de políticas públicas na criação de um ambiente de VC, Munari e Toschi (2010) perceberam que poucos trabalhos empíricos levavam em consideração o impacto regional na avaliação das políticas públicas. Gompers e Lerner (2001) que estudaram a indústria de Venture Capital de forma mais geral, já sugeriam que os programas públicos de VC deveriam sempre

ter em vista as diferentes características das regiões do país, caracterizadas pelos diferentes estágios de desenvolvimento do setor econômico e da indústria de VC.

Algumas regiões apresentam concentrações significantes de fundos de VC e atrativas oportunidades de investimentos, o que faz com que a promoção de políticas públicas de VC em regiões economicamente mais atrasadas seja algo mais complicado. Por um lado, essas áreas possuem maiores necessidades de investimentos de VC, mas por outro lado apresentam maiores riscos e menores perspectivas de sucesso (MUNARI; TOSCHI, 2010).

Preocupados em investigar os efeitos regionais das políticas governamentais sobre os fundos de VC, Munari e Toschi (2010) analisaram como o impacto dos programas públicos de apoio ao VC varia entre regiões de alta tecnologia e de baixa tecnologia, para o caso do Reino Unido, eles também compararam os fundos públicos privados. A partir de cálculos estatísticos com dados retirados do “Venture Economics” os autores mostraram que: fundos públicos tem uma maior propensão a investir em estágios iniciais e setores de base tecnológica, além de apresentarem uma maior propensão a realizar o financiamento por etapas e menores taxas de saída por meio de oferta pública e vendas, quando comparados aos fundos privados. Os resultados do estudo mostra que características regionais tem grande influência sobre a efetividade de programas públicos de VC.

Ramalho (2010) mostra a localização dos investidores de VC e compara com a localização das empresas de base tecnológica, percebendo que a maioria dos investidores se localiza em São Paulo, embora a região Sul e a Nordeste sejam também importantes polos tecnológicos. Ramalho (2009) vai investigar quem são os gestores (*General Partners – GP*) e os investidores (*Limited Partners – LP*) de VC mostrando que, em 2008, mais da metade da gestão era realizada por companhias privadas e independentes, seguido por instituições financeiras, sendo que o setor público representa apenas 2% de participação. Já como LP a participação dos fundos de pensão se torna importante em comparação a 2005 (27% do total), seguida por organizações familiares (13%) e fundos de investimento (8%); a participação do governo dobra, passando para 4%.

O autor também nota que as políticas públicas tem sido muito importantes para a construção de uma indústria de VC forte e dinâmica, cujo capital

comprometido cresce 50% ao ano, entre 2005 e 2008. Apesar de ser pequena comparativamente aos outros setores, a participação do governo como investidor de *Venture Capital* é grande, fruto das políticas públicas no setor. Ramalho (2010) mostra que é muito importante o governo ver isso como uma situação temporária para um país com indústria emergente, e buscar fortalecer as instituições privadas, a fim de atingir um equilíbrio econômico e assegurar a sustentabilidade a longo prazo do mercado de *Venture Capital* brasileiro.

Nascimento (2011) utiliza uma função matemática aliando 9 (nove) características desejáveis pelos gestores ao provável bom desempenho financeiro de seus fundos de investimento. Essas características foram divididas em dois grupos: aspectos de Governança Corporativa (grau de independência do Conselho de Administração, diferenciação das pessoas do Presidente do Conselho e do dirigente da empresa, a quantidade de pessoas no conselho e a participação do dirigente no capital da empresa) e as referentes à estratégia do gestor (conhecimento em estratégias de saída, diversificação dos investimentos em quantidade de empresas do portfólio, em setores diferentes e em empresas de estágio de desenvolvimento diferentes e diluição dos investimentos em vários aportes).

O autor percebe, a partir dos resultados da função, que apenas 4 (quatro) dessas fatores contribuem para a qualidade da gestão, são eles: o grau de independência do Conselho Administrativo, a participação do dirigente no capital da empresa, o conhecimento em estratégias de saída e a diversificação dos investimentos em quantidade de empresas no portfólio do fundo. Com isso ele oferece uma boa ferramenta para as *startups* e as PMEs de seleção dos gestores. Objetivando traçar a evolução do VC na última década e descobrir quais os benefícios trazidos pelo mesmo para as empresas que recebem seu investimento, recolheram-se informações do GVCepe, bem como do Censo PEVC.

Gaspar (2008), Ramalho (2009) e Ramalho (2010) demonstram a partir de regressões econométricas e de um cruzamento e análise de dados sobre os investidores (experiência, forma de atuação), sobre as empresas que receberam o investimento (ramo em que atua, estágio em que se encontra) e sobre os fundos (montante investido, quantidade de empresas selecionadas), pode-se perceber 6 interferências relevantes do modelo: superação do “vale da morte”; crescimento de

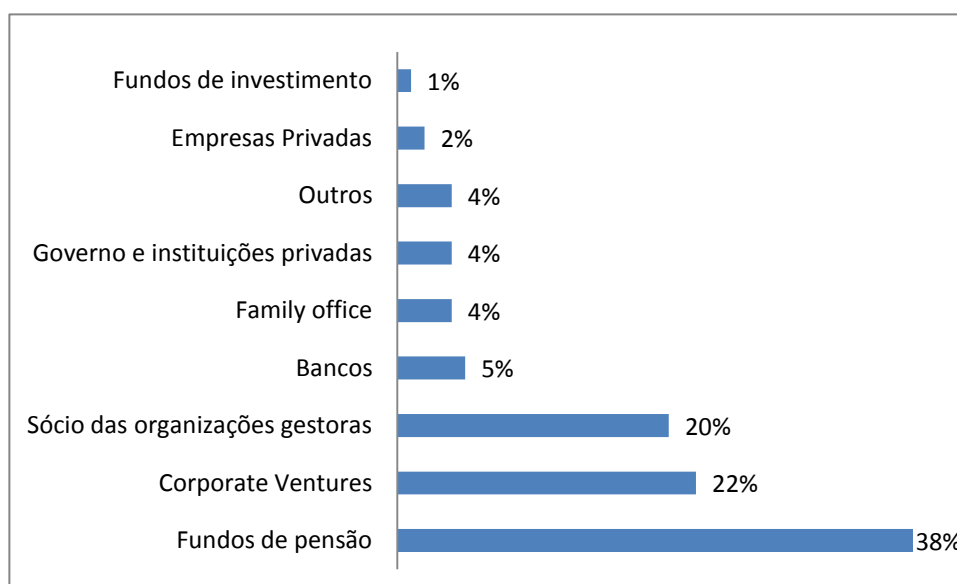
fundos arrecadados; crescimento da quantidade de investidores; alterações dos principais tipos de investimentos, bem como dos principais investidores, e o impacto das saídas no mercado, com uma consequente melhora do ambiente empreendedor.

Segundo Ramalho (2010), superar o 'vale da morte' (período no qual o fluxo de caixa é negativo) é o maior desafio de uma empresa e representa seus primeiros anos, período no qual a maioria vai à falência. Sobreviver a esse período não depende somente de suporte financeiro, mas também de recursos estratégicos. Gaspar (2008) mostrou, através de uma análise de regressão, que o nível de envolvimento do capital de risco, bem como o apoio à gestão e à representação na administração por parte da investidora, possui uma influência positiva no desempenho da empresa, o que ajuda a reduzir a sua mortalidade.

Essa maior índice de sobrevivência a um período crítico não é restrito a empresas que estão iniciando. Wilson *et al.* (2011) mostraram que empresas que receberam financiamento do tipo *Venture Capital* em estágios mais avançados (já haviam se estabilizado no mercado e desejavam expandir) tiveram não só uma produtividade e lucratividade maior, do que as empresas que não receberam esse tipo de investimento, durante a recessão em 2009, como também apresentaram um crescimento do número de empregados.

A partir de dados recolhidos do "Censo PEVC", nota-se, como mostra a figura 2, a porcentagem da participação financeira dos diversos veículos de investimento, ressaltando-se a importância dos fundos de pensão e das *Corporate Ventures* e a baixa participação do governo como *Limited Partners*.

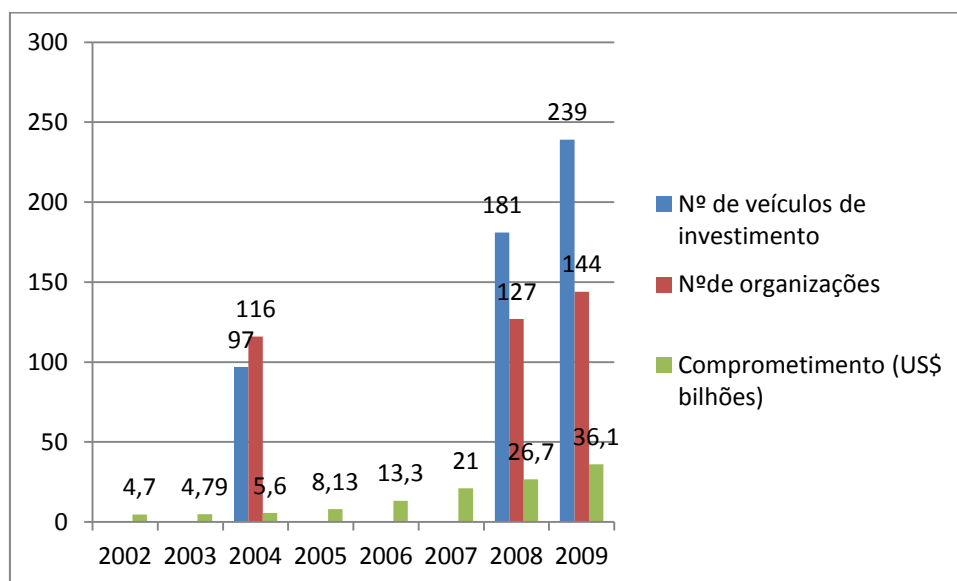
Figura 2: Comprometimento dos investidores locais



Fonte: ABDI (2011)

A partir da figura 3, observa-se tanto do número de veículos de investimento (146%) como do número de organizações (24%) e do grau de comprometimento financeiro (544% de 2004 à 2009). Os dados relativos às duas primeiras informações para os anos de 2002 e 2003 e de 2005 à 2007, bem como qualquer tipo de informação oficial posterior à 2009 não se encontram publicamente disponibilizados.

Figura 3: Evolução ao longo dos anos



Fonte: ABDI (2011) e Ramalho(2010) – formulação própria

Em relação ao PIB, como mostra a tabela abaixo, no ano de 2004, o investimento no setor de VC representava menos de 1% do PIB, nos dois anos seguintes os investimentos em relação ao PIB aumentaram 9% e 32%, apresentando, entretanto, uma queda de quase 14% em 2007, mas recuperando isso em 2008 quando os investimentos chegaram a 1,6% do PIB, passando os 2% em 2009. Observa-se, assim que na última década os investimentos no setor VC mais do que dobraram.

Tabela 1: Porcentagem de investimento no Brasil em relação ao PIB

Ano	PIB (US\$ Bi)	Investimento (US\$ bi)	%Inv/PIB
2004	663,72	5,6	0,84
2005	882,04	8,13	0,92
2006	1089,25	13,3	1,22
2007	1336,85	14,02	1,05
2008	1653,53	26,7	1,61
2009	1620,16	36,1	2,23

Fonte: ABDI (2011) e United Nations Statistics Division. Disponível em : <http://unstats.un.org/mwg-internal/de5fs23hu73ds/progress?id=EPkO0X0968> . Acesso em 4 dez. 2012

Ademais, pode-se perceber, através da tabela 2, uma preferência por empresas de TI e de produtos e serviços, que, juntas, representam quase um terço do total de investimentos, embora nos últimos anos esse quadro tenha mudado parcialmente com o aumento da preferência por outros setores, em especial o imobiliário.

Tabela 2: Companhias de Portfólio

Indústria	2004		2008	
	Unidades	%	Unidades	%
TI	92	30%	108	22%
Produtos Industriais e Serviços	41	13%	63	13%
Imobiliária	9	3%	60	12%
Comunicação	7	2%	32	7%
Energia	7	2%	29	6%
Agronegócios	9	3%	21	4%
Serviços Financeiros	10	3%	20	4%
Biotecnologia	10	3%	19	4%
Varejo	21	7%	19	4%
Alimentos e bebidas	12	4%	17	4%
Medicamentos	8	3%	15	3%
Telecomunicação	28	9%	13	3%
Transporte	11	4%	13	3%
Logística	7	2%	12	2%
Educação	3	1%	9	2%
Outros	31	10%	31	6%
Total	306	100%	481	100%

Fonte: Ramalho 2010 - tradução própria

Conquanto tenha havido um aumento no número de organizações investidoras e de veículos de investimento, é possível notar, como deixa transparecer a tabela 2, um impacto positivo especificamente para a região sudeste, onde o número de empresas que receberam recursos aumentou 98%; tendo significativo decréscimo nas regiões sul (-34%) e centro oeste (-25%). Informações sobre o norte não foram colocadas por serem consideradas muito pequenas.

Tabela 3: Distribuição Geográfica das Companhias de Portfólio

	2004		2009	
	Em porcentagem	Quantidade total	Em porcentagem	Quantidade total
Sudeste	64%	195	80%	387
Sul	27%	83	11%	54
Centro Oeste	5%	8	1%	6
Nordeste	3%	16	6%	30

Fonte: ABDI (2011)

Ramalho (2010) mostra que esse é um resultado curioso. Embora o Sul e o Nordeste apresentem, como mostra a tabela abaixo, grande quantidade de incubadoras (36% e 17%, respectivamente) e o sul possua uma porcentagem significativa dos parques tecnológicos (17%), a taxa de investimentos do tipo *Venture Capital* tem diminuído no nordeste e crescido apenas 3% na região sul.

Tabela 4: Distribuição dos parques tecnológicos e incubadoras

	Parques Tecnológicos	Incubadoras de Empresas	
Norte	Acre	1	
	Amapá	1	
	Amazonas	1	3
	Pará	3	4
	Rondônia		1
	Roraima		
	Tocantins		1
	TOTAL	4 (5%)	11 (3%)
Nordeste	Alagoas	1	10
	Bahia	1	11
	Ceará	1	12
	Maranhão		2
	Paraíba	1	5
	Pernambuco	2	12
	Piauí		5
	Rio Grande do Norte		3
	Sergipe	1	3
		TOTAL	7 (10%)
Centro Oeste	Distrito Federal	3	6
	Goiás	1	5
	Mato Grosso		6
	Mato Grosso do Sul	1	11
		TOTAL	5 (7%)
Sudeste	Espirito Santo	1	5
	Minas Gerais	9	26
	Rio de Janeiro	8	27
	São Paulo	17	69
		TOTAL	35 (47%)
Sul	Paraná	7	25
	Rio Grande do Sul	11	85
	Santa Catarina	5	17
		TOTAL	23 (31%)

Fonte: ANPROTEC (2009) e Franco *et al.* (2009) – formulação própria

E, por último, verificam-se 75 saídas (totais e parciais) entre 2005 e 2009, o que representou um valor de US\$0,6 bilhões (ABDI, 2011).

3. METODOLOGIA

Nesta seção serão apresentados os procedimentos metodológicos utilizados na realização do presente estudo, com a finalidade de solucionar o problema de pesquisa levantado. De acordo com Gil (1991), uma pesquisa tem objetivos exploratórios quando visa proporcionar maior familiaridade com o problema, visando torná-lo mais explícito ou construir hipóteses; uma pesquisa também pode ter objetivos explicativos quando visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos.

A partir disso, essa monografia pode ser classificada como exploratória uma vez que busca investigar as disparidades de investimento nas diversas regiões brasileiras, mesmo quando essas têm demanda de mercado. Pode ainda ser considerada como explicativa, pois procura compreender o fator que determina ou que contribui para a ocorrência de um maior investimento em empresas da região sudeste do país, embora as regiões nordeste e sul também se mostrem um mercado promissor. A abordagem é qualitativa, como elementos quantitativos, e engloba informações como a localização dos gestores, o tamanho das empresas entre outros. Os dados utilizados são secundários, já que para estudar a causa da disparidade de investimentos em Venture Capital foi necessário retirar dados de relatórios, base de dados e dos sites das organizações pesquisadas. Entrevistas abertas com membros da FINEP também foram realizadas com o intuito de triangular parte das informações e compreender melhor o processo de escolha de empresas e de financiamento por meio de VC.

3.1 Hipóteses

Duas hipóteses serão investigadas:

Hipótese 1: Existe viés de vizinhança na escolha da gestora no caso do Projeto INOVAR.

Essa hipótese cogita a ideia de poder ocorrer um “viés de vizinhança” entre as empresas investidoras e as que almejam o investimento. Um dos primeiros estudos

sobre o viés de vizinhança (ou “home bias”) foi realizado por Lewis (1999). Em seu artigo, o autor nota que a quantidade de ativos estrangeiros em posse de investidores domésticos era muito menor do que a teoria do portfólio ótimo previa (LEVY; SARNAT, 1970), chamando o fenômeno de “*home bias*”, ou viés de vizinhança.

Ahearne *et al.* (2004) testaram a hipótese de viés de vizinhança para o aporte de ativos estrangeiros nos Estados Unidos, desde a década de 1980 até 2000. Usando um cruzamento de dados e medidas quantitativas de barreiras ao investimento internacional, os autores descobriram que os custos de informação eram um fator importante por trás do fenômeno do viés de vizinhança.

Embora, no presente estudo não sejam tratadas empresas estrangeiras, a hipótese compreende que os custos de administrar uma empresa que se encontre mais distante de seu investidor, sejam um fator de grande relevância no momento da escolha da aplicação de capital. Isso porque quanto mais distante a empresa está de seu investidor maior serão, não só os custos de monitoramento, como a probabilidade de ocorrer assimetria de informações. Com base nisso será investigada a hipótese de que há viés de vizinhança por parte dos gestores, o que leva a um maior investimento na região sudeste, já que essa é a região onde a maioria deles (83,3%) se encontra.

Hipótese 2: As condições impostas pela FINEP conduzem à escolha de empresas na região sudeste.

A segunda hipótese considera que os pré-requisitos nos editais dos fundos de capital conduzem para escolhas diretas de empresas do Sudeste. Foram pesquisados os editais (que se encontram em anexo), disponíveis no Diário Oficial da União (DOU), das chamadas de fundos para o projeto Inovar, desde a 1ª chamada, realizada em 2001, até a 13ª chamada, realizada em 2012. Os pré-requisitos, bem como qualquer tipo de exigência existente nos editais, foram analisados a fim de averiguar se algum item existente nas 13 chamadas pudesse influenciar a favor da escolha de empresas de determinada região.

O que se observa é a exigência, a partir da 6ª chamada, de que a proposta de capitalização apresente no Sumário Executivo o “comprovante de credenciamento

(ou entrada no pedido de credenciamento) da administradora, do gestor e do responsável pelo Fundo junto à CVM (comissão de valores mobiliários)”. Foram buscadas informações, junto à CVM, à respeito das leis que regulam esse tipo de credenciamento e também sobre o processo para a realização do pedido de credenciamento.

Foram encontradas 3 (três) instruções específicas a respeito do tema: Nº 391/2003, Nº 209/1994 e a Nº 306/1999. A primeira dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações; a segunda dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes e a terceira dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.

3.2. Descrição da Amostra

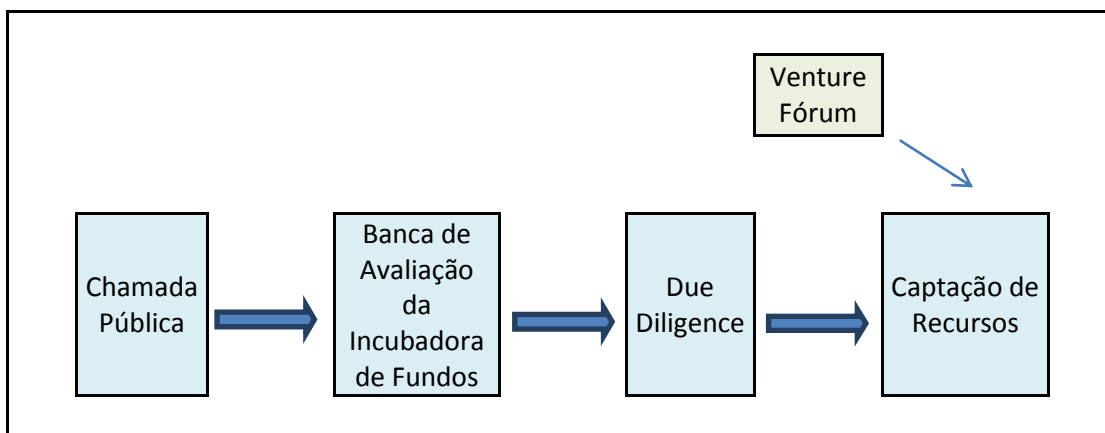
A amostra utilizada foi de empresas que receberam investimento em Venture Capital, do programa Inovar Fundos, desde a 1ª chamada em janeiro de 2001 até a 13ª chamada em agosto de 2012. O programa foi escolhido por ser considerado o marco inicial da regulamentação e formalização do setor de VC no Brasil (LEAMON; LERNER, 2012), e também pela maior facilidade de acesso aos dados de localização geográfica, porte e setor de atuação tanto das gestoras como das empresas investidas, já que possuímos uma deficiência de dados sobre o setor de VC e eles têm que ser, em geral, obtidos diretamente com as empresas gestoras. No período do programa Inovar, a FINEP aprovou investimentos em 26 fundos, sendo que dois ainda estão em fase de captação e dois já foram encerrados. Os 24 fundos vigentes somam um total de 100 companhias. As empresas que fizeram o aporte de capital também foram analisadas.

O processo de seleção de fundos, como mostra a figura 4, começa com uma chamada pública, na qual os fundos de capital de risco apresentam suas propostas de capitalização à Incubadora de Fundos Inovar. A FINEP então organiza uma pré-seleção das propostas, as que passarem por essa etapa são convocadas a realizarem uma apresentação à Banca de Avaliação da Incubadora de Fundos – formada por representantes de cada uma das instituições parceiras. Decorrido isso,

a Banca de Avaliação definirá o cronograma de análise de fundos (*due diligence* - análise aprofundada, contemplando aspectos técnicos, legais e financeiros). Definidos os fundos priorizados inicia-se o processo de *due diligence* compartilhada, ao final do qual cada parceiro avaliará sua decisão de investimento em cada fundo (FINEP, 2001).

Terminado o processo de *due diligence*, a Incubadora de Fundos emite uma “Carta de Intenção de Investimento” contendo uma avaliação dos pontos fortes e fracos de cada Fundo, que poderá ser utilizada pelos gestores para facilitar o processo de captação junto a outros investidores (FINEP, 2001). Paralelo a esse processo há o Venture Fórum Finep, no qual empresas pré-selecionadas aprendem a estruturar seu plano de negócios e vendê-lo a um potencial investidor.

Figura 4: Estrutura do investimento no Projeto INOVAR



Fonte: FINEP, *site* – Formulação própria

4. ANÁLISE DO VIÉS DE VIZINHANÇA

Ao longo das 13 (treze) chamadas realizadas pelo Inovar Fundos, desde 2001, 195 propostas foram recebidas e mais de 87 foram aprovadas para *due diligence*. Com isso, 24 fundos de Venture Capital e 1 (um) fundo no segmento Seed foram aprovados pela FINEP. (FINEP, site).

A partir de dados retirados do site da FINEP e de informações obtidas diretamente com a mesma, será verificada a distância das empresas investidas em relação aos gestores dos fundos. Para isso foi usado um método adaptado de Cumming e Dai (2009). Nesse artigo, os autores extraem, a partir do cep, a latitude e a longitude das financiadoras e das empresas investidas afim de obter a distância exata entre as mesmas.

O artigo de Cumming e Dai (2009) foi baseado em um artigo anterior de Coval e Moskowitz (1999) que desenvolveram um método para observar a ocorrência de viés de vizinhança, no qual, a partir da latitude e da longitude dos gestores e das empresas investidas, os autores plotaram a distribuição geográfica dos mesmos a fim de observar a proximidade e a concentração dos dois. Cumming e Dai (2009), seguindo o mesmo raciocínio mediram o viés de vizinhança através da seguinte fórmula:

$$HB_t = 1 - d_i/d_{im}$$

que representa a diferença percentual entre a distância média do atual portfólio de investimento de cada VC (d_i) e a distância média de um portfólio hipotético (d_{im}) (que consiste todos os investimentos que o gestor poderia ter feito). O portfólio hipotético é formado por todas as empresas que o gestor poderia ter investido. Se, por exemplo, há 2 empresas gestoras (A e B) e 3 empresas investidas (a, b e c) e os portfólios atuais das empresas A e B são (Aa, Ab) e (Bc), respectivamente, os portfólios hipotéticos seriam (Aa, Ab e Ac) e (Ba, Bb e Bc).

Suponha-se que (Aa = 10; Ab = 20 e Ac = 60) e (Ba = 60; Bb = 60 e Bc = 21), a distância média de A e B para os seus portfólios atuais seria: A = (10 + 20) / 2 = 15 quilômetros e B = 10 quilômetros; já a distância entre as empresas no caso de um portfólio hipotético seria: A = (10 + 20 + 60) / 3 = 45 quilômetros e B = (60 + 60 + 10)

/ 3 = 47 quilômetros. Com isso nota-se que o viés de vizinhança de A é de 66% (1 - 15/45) e o de B é de 78,7% (1 - 10/47).

A fim de serem melhor analisadas, as empresas e os fundos foram divididos em dois, referentes à primeira e à segunda parte do “Projeto Inovar” (INOVAR I – 2001 à 2007 e INOVAR II – 2008 à 2012) e agrupados por “gestor”, uma vez que alguns gestores possuem mais de um fundo. Como não havia informações mais detalhadas a respeito do CEP exato de cada uma das empresas investidas, se optou por utilizar o ponto central da cidade na qual se encontram as empresas.

Dos 26 fundos já existentes dois ainda estão em fase de captação e por isso foram excluídos da mostra. Dos 24 fundos analisados 17 são da primeira parte do projeto e 7 são da segunda parte, os fundos foram agrupados por gestor. As 100 empresas foram agrupadas em quatro principais setores (agronegócios, farmacêutica, informática e outros). O setor outros representa o somatório dos seguintes setores: Comunicação, Alimentos e Bebidas, Biotecnologia, Serviços Financeiros, Indústria metalúrgicas, Mecânicas, de Material Elétrico, Outras indústrias, Infra-estrutura, Serviços Diversos, Indústrias Químicas, Serviços de Transporte e Logística, Varejo, Construção Civil, Educação e Energia e Combustíveis; e foram agrupados devido ao baixo número de empresas investidos em cada um deles, em média inferior a 4.

O resultado dos cálculos de viés de vizinhança é demonstrado nas tabelas 4 e 5:

Tabela 4: Viés de vizinhança das gestoras que participaram do Projeto Inovar I

INOVAR I				
Gestor	Agronegócios	Farmácia	Informática	Outros
BR Educacional	-	-	-	0,622
CRP	0,575	0,146	0,339	0,841
DGF	-0,115	0,111	1,000	0,341
FIR MG	1,000	1,000	0,735	0,698
FIR SP	-	-	-1,052	0,374

GP	-	-	-0,589	0,575
Investtech	-	1,000	0,969	1,000
Jardim Botânico	-	-0,538	0,650	0,528
Rio Bravo	-	0,111	-0,117	0,992
Rio Bravo PE	-	-	-	0,781
SPE	-	0,936	1,000	0,361
STRATUS	1,000	-	1,000	0,620

Fonte: Base de dados da FINEP – elaboração própria

Na primeira parte do programa o viés de vizinhança em Agronegócios é alto (61,5%), mas no setor de Farmácia ele é relativamente baixo (39,5%), a porcentagem no setor farmacêutico está próxima ao setor de informática (39,3%) e o viés de vizinhança do setor Outros é similar a do setor de agronegócios (64,5%). No Inovar I os investimentos em Micro, Pequenas e Médias empresas foram similares, 28,4%, 34,7% e 30,5% respectivamente, o restante foi para fundos de grandes empresas.

Tabela 5: Viés de vizinhança das gestoras que participaram do Projeto Inovar II

INOVAR II				
Gestor	Agronegócios	Farmácia	Informática	Outros
Brz Investimentos	1,000	-	-	1,000
Burriel&Co	-	1,000	-	-
Confrapar	-	-	0,265	0,037
DGF	-	-	0,473	-
DLM Invista	-	-	-0,675	-
Neoinvestimentos	-	-	1,000	-0,471
Performa Investimentos	-	-	1,000	0,689

Fonte: Base de dados da FINEP – elaboração própria

Pode-se observar que a média do viés de vizinhança passou de 51% no projeto Inovar I para 64% no Inovar II. Devido ao fato de, na segunda parte do programa, haver só uma gestora investindo setor de Agronegócios e uma investindo em Farmácia, não foi possível comparar os dois períodos.

No segundo período do programa o viés de vizinhança no setor de informática sobe para 41,2%, mas o do setor Outros sofre um grande queda, diminuído para 31,3%. Os “viés de vizinhança” negativos são fruto do baixo número de empresas de portfólio, em geral apenas uma, o caso da FIR SP e da Neoinvestimentos são exceção, já que a primeira tem um fundo exclusivo para empresas na região sul do país e a segunda tem investimentos em empresas de grande porte apenas, o que faz com que a distância das empresas investidas possa ser maior. Nessa parte do projeto nota-se um foco maior nas microempresas, que receberam 58,8% dos investimentos, as pequenas, médias e grandes empresas receberam 5,8%, 11,7% e 23,5% respectivamente.

Outro ponto que deve ser levado em consideração é que antes de participar das chamadas as empresas participam dos chamados Venture Fóruns que são “programas de orientação estratégica em que empresas inovadoras de alto potencial de crescimento passa por uma preparação de 6 (seis) semanas pelo time de especialistas da área de investimentos e por parceiros e, ao fim, apresentam suas propostas de valor para uma plateia de potenciais investidores como fundos de investimentos, investidores corporativos e investidores anjos”. (FINEP, *site*)

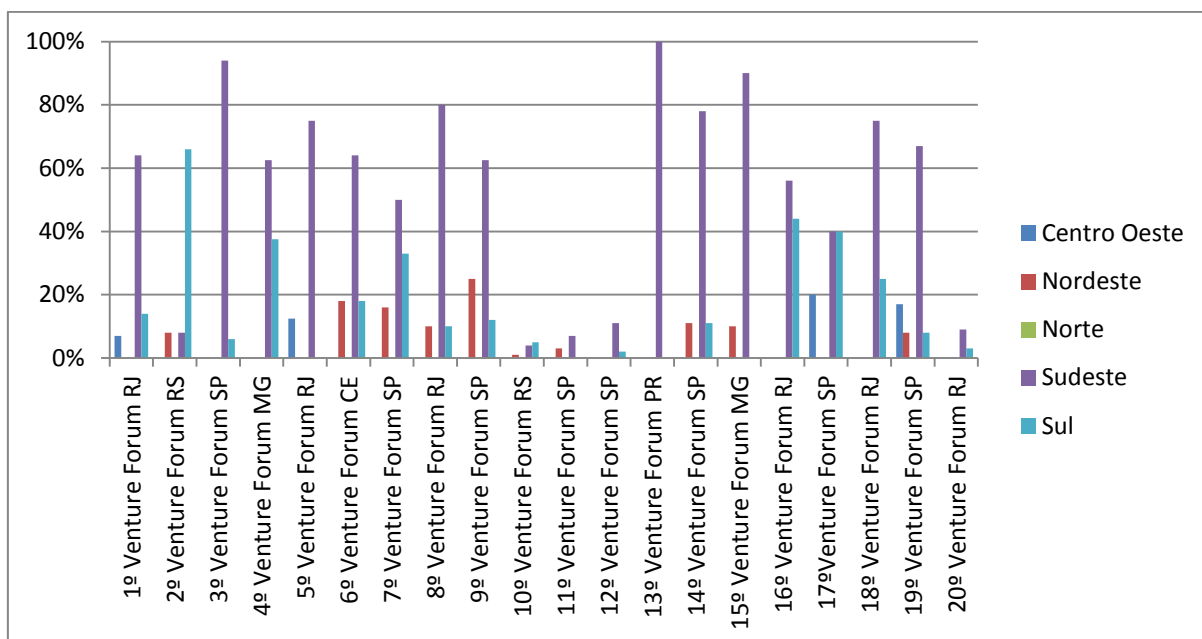
O Venture Fórum teve sua primeira edição em 2000 e desde então foram realizadas 20 edições do evento, no qual 195 empresas se apresentaram e 23% receberam investimento. A figura 6 mostra a porcentagem de participação de cada região fórum após fórum e onde o mesmo ocorreu.

A partir da figura 6, nota-se que 70% de todas as empresas que participaram dos fóruns pertenciam a região sudeste, 20% pertenciam a região sul, 7% são do nordeste e 3% do centro oeste. É, também, possível observar que essa proporção é muito próxima da distribuição geográfica dos fóruns, na qual 80% ocorreram na região sudeste, 15% na região sul e 5% no nordeste.

O fato da participação da região sul ser superior a da sudeste nos 2 (dois) anos em que o fórum ocorreu nesse local talvez seja um indicativo de que o local do

fórum tem influência sobre a origem das empresas participantes. Entretanto, apenas esses dados e o fato de que a participação das empresas no nordeste variou, aparentemente, independente da localização do fórum somado ao fato de que no 13º fórum apesar desse ter ocorrido no sul 100% da participação veio da região sudeste, não permite, ainda, que conclusões sejam feitas.

Figura 6: Localização das empresas participantes dos Venture Fóruns por região



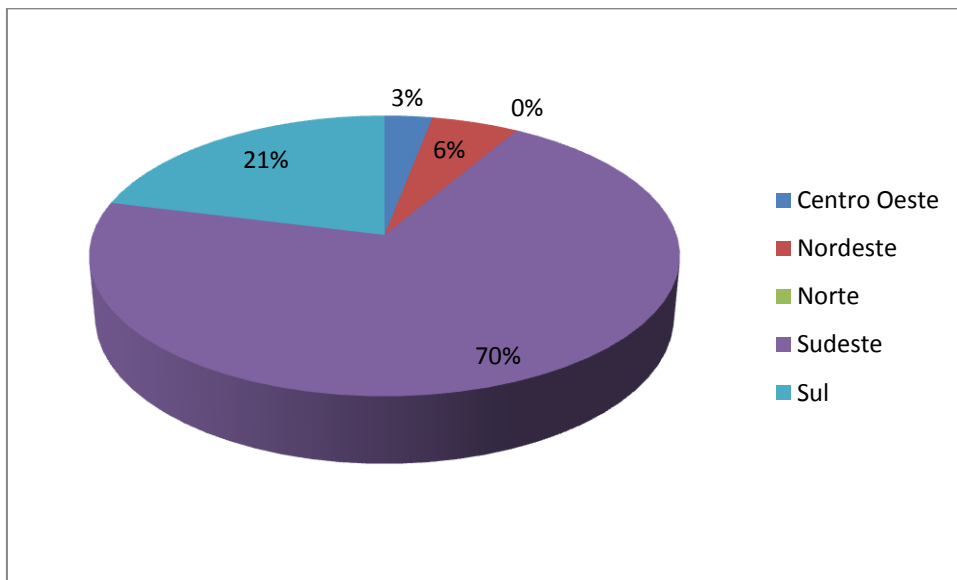
Fonte: Venture Fórum FINEP. Disponível em: <http://download.finep.gov.br/programas/innovar/VentureForumbc.pdf>. Acesso em: 12 jun.2013

A figura 7 mostra a localização das empresas investidas, que segue quase a mesma proporção das empresas participantes dos Venture Fóruns. Mais de dois terços das empresas investidas são da região sudeste, com pouco mais de 20% dos investimentos está a região sul, e o restante dos investimentos está distribuído entre as regiões nordeste e centro oeste. Não houve investimentos na região norte.

Comparativamente a participação no Venture Fórum as regiões sul e nordeste foram as únicas que apresentaram uma porcentagem de empresas investidas diferente em relação a participação nos fóruns. A região sul teve 20% de

participação e 21% dos investimentos e a região nordeste teve 7% de participação e 6% dos investimentos. Uma variação mínima que pode ser considerada irrelevante, mas que reforça a ideia de que a participação nos Venture Fóruns é decisiva para o recebimento do investimento.

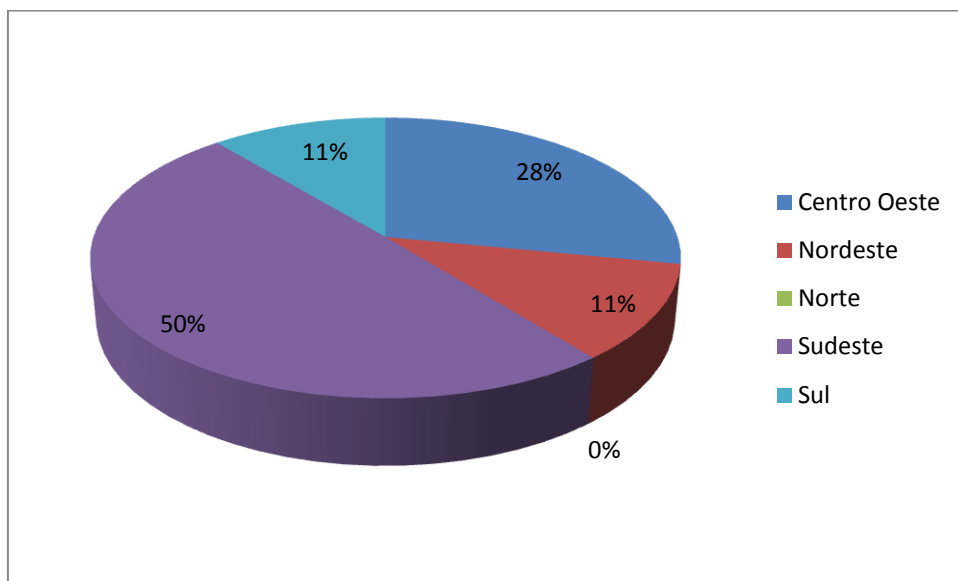
Figura 7: Localização das empresas investidas



Fonte: Modificado de FINEP. Disponível em: http://www.venturecapital.gov.br/vcn/fundos_resultados.asp. Acesso em: 10 jun. 2013

Quando se analisa, na figura 8, a localização das instituições que participaram como investidoras das bancas do “Inovar Fundos” (ver anexo), nota-se que a metade é da região sudeste. Contudo a segunda localização majoritária é do centro oeste (23%), as regiões sul e nordeste aparecem em terceiro lugar com a mesma porcentagem de participação (11%). Nenhuma das investidoras é da região norte.

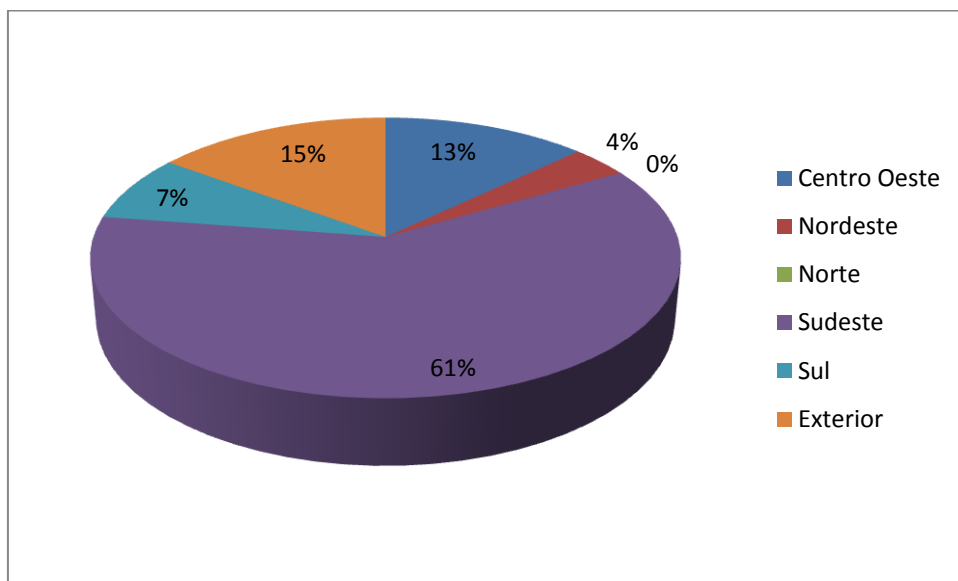
Figura 8: Localização das instituições investidoras que participaram da banca do Inovar Fundos



Fonte: Modificado de FINEP. Disponível em: http://www.venturecapital.gov.br/vcn/fundos_resultados.asp. Acesso em: 10 jun. 2013

No caso das instituições observadoras/investidoras, como mostra a figura 9, a região sudeste representa mais da metade das instituições, a segunda maior participação é das empresas estrangeiras (com 15%), seguida pelo centro oeste (com 13%), sul (com 7%) e nordeste (com 4%). Em ambos os casos, localização da banca como das investidoras/observadoras, a região sudeste detêm a maior participação, o que de certa forma condiz com o maior investimento nessa região.

Figura 9: Localização das instituições investidoras/observadoras do Inovar Fundos



Fonte: Modificado de FINEP. Disponível em: http://www.venturecapital.gov.br/vcn/fundos_resultados.asp. Acesso em: 10 jun. 2013

5. DISCUSSÃO

Nessa sessão serão discutidos os resultados apresentados na sessão anterior, na qual foi testada se há ou não viés de vizinhança na escolha dos investimentos e se esse viés é influenciado, ou não, por especificações no edital do Projeto Inovar. Assim como nos trabalhos de Cumming e Dai (2009), Coval e Moskowitz (1999), que estudaram os EUA, no Brasil as empresas gestoras de VC apresentam uma preferência por investir em empresas que se encontrem mais próximas, em geral na mesma cidade ou a uma distância média de 350 quilômetros.

Como notou Ramalho (2009), no Brasil o investimento em VC é bem maior na região sudeste do que no restante do país. No Inovar I, 72% dos financiamentos foram destinados a essa região, sendo que 49% somente para o estado de São Paulo. No Inovar II, esse percentual aumentou para 94%, com 47% das aplicações para São Paulo. Para o restante do país, os financiamentos foram distribuídos da seguinte forma no Inovar I: 20% para a região Sul, 6% para a região Nordeste e 2% para o Centro Oeste. No Inovar II não houve financiamento de VC nas regiões Sul e Centro Oeste e o Nordeste ficou com uma parcela de somente 6% dos investimentos.

Uma possível explicação para isso é que, há uma preferência das gestoras em investir em locais onde há conglomerados de empresas, e o fato de haver populações universitárias maiores (caso de São Paulo e Minas Gerais) aumentariam as chances de ocorrer o viés de vizinhança (CUMMING; DAI, 2009).

As tabelas 3 e 4 mostram que há um significativo viés de vizinhança na escolha dos investimentos, que inclusive aumentou do Projeto Inovar I para o Projeto Inovar II, passando de uma média de 51% para 64%. Apesar de, nas duas partes do Projeto, aparecerem resultados que representariam um baixo viés de vizinhança, e algumas vezes negativo. Caso dos investimentos realizados pelos gestores: CRP, DGF, Jardim Botânico e Rio Bravo SP no setor farmacêutico; FIR SP, GP e DLM no setor de informática; e FIP SP e Neoinvestimentos na categoria outros. Tal fato pode ser explicado, devido aos gestores possuírem investimentos em apenas uma empresa no setor.

O viés de vizinhança negativo no setor de informática, no caso da gestora FIR SP, aconteceu porque essa empresa tem um fundo exclusivo para empresas da região sul. No caso da Neoinvestimentos, o viés de vizinhança negativo na categoria outros, se deu pelo fato dessa gestora ter investimentos apenas em empresas de grande porte o que diminui a necessidade de um monitoramento mais intenso (GOMPERS; LERNER, 2001), o que torna, conseqüentemente, a necessidade de proximidade física da empresa investida menor.

O crescimento do viés de vizinhança da primeira parte do projeto para segunda pode ser explicado pelo aumento do investimento em Microempresas, que passou de 28% para 59% no Inovar II. As pequenas e médias empresas tiveram suas porcentagens de investimentos diminuídas de 35% e 30,5% para 6% e 12%, respectivamente. O investimento em grandes empresas aumentou, passando de 6% para 23,5%, o que talvez seja um dos motivos pelos quais não tenha ocorrido um viés de vizinhança maior na segunda parte do projeto. Essa preferência por empresas em estágio inicial confere com resultados já encontrados por Munari e Toschi (2010), nos quais se foi mostrado que fundos híbridos (nos quais há capital público e privado, caso do Brasil) têm preferência por startups.

Diferentemente do que constataram Cumming e Dai (2009), que o viés de vizinhança, nos Estados Unidos, é maior em setores tecnológicos como informática e farmácia, no Brasil esse viés é maior no setor de Agronegócios e Outros, girando em torno de 64%, contra 39% do setor de Informática e do setor de Farmácia. Isso difere também dos resultados encontrados por Munari e Toschi (2010), que observaram que fundos híbridos tem maior probabilidade de investir em setores de base tecnológica. Todavia, ao analisar-se do ponto de vista da importância desses setores na economia de seus respectivos países, observa-se que há algo em comum entre esses dois estudos e os resultados aqui encontrados, uma preferência e um maior viés de vizinhança nos setores mais importantes para a economia. No caso do Brasil, o setor de agronegócios tem maior participação no PIB, no caso dos EUA e do Reino Unido os setores de base tecnológica que tem maior participação relativa.

Apesar de ser notado um viés de vizinhança, o fato da maioria das empresas participantes dos fóruns de Venture Capital ser da mesma região das gestoras dos fundos provavelmente exerce algum tipo de influência sobre o viés. Tal hipótese

poderia ser investigada caso a FINEP tivesse um banco de dados detalhados das 195 propostas recebidas durante as 13 chamadas para os fundos, incluindo dados geográficos.

Com relação aos editais, nenhuma das treze chamadas ou das instruções normativas citadas (Nº 209/2004, Nº 306/1999 e a Nº391/2003), que dispões sobre a constituição, o funcionamento e a administração: dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes, das carteiras de valores mobiliários e dos Fundos de Investimento em Participações, faz alguma exigência específica para a autorização do exercício da atividade de administração/gestão de carteira de fundos de investimento que pudesse ser influenciada pela localidade do administrador/gestor e conseqüentemente influenciar a escolha das empresas investidas pela sua localidade. Da mesma forma, não existe tratamento diferenciado para regiões menos desenvolvidas do País.

6. CONCLUSÕES

O presente trabalho mostrou, através de uma análise da distribuição geográfica de gestores e empresas, que há viés de vizinhança nos financiamentos fornecidos pelos programas da FINEP Inovar I e Inovar II. Como a maioria dos gestores se localiza no sudeste, conduz para que a maior concentração maior de investimentos de Venture Capital ocorra nesta região, em detrimento das regiões Nordeste e Sul.

A restrição de dados não permite uma avaliação mais profunda do lado da demanda por VC, ou seja, a respeito das empresas que buscam financiamento. Caso efetivamente exista uma falta de fundos de VC, pela própria escassez de gestores locais, as empresas do sul e nordeste, poderiam buscar outras fontes financiamento, como empréstimos bancários, por exemplo.

Do ponto de vista de políticas públicas, como a indústria de Venture Capital já é desenvolvida e relativamente estável no Brasil (RIBEIRO, 2005), o próximo passo deve ser tentar diminuir as disparidades relacionadas ao desenvolvimento econômico entre as regiões do país. O presente trabalho corrobora as conclusões previamente indicadas por Munari e Toschi (2010), que observaram que a existência de gestoras de VC em determinada região ajuda promover financiamentos de VC localmente. Neste sentido, políticas públicas podem ser criadas com o objetivo de incentivar a instalação de gestoras de VC em diversos estados do país, a fim de promover a inovação e o empreendedorismo nos mesmos através do Venture Capital. Lembrando-se, contudo, que, como mostrado por Gompers e Lerner (2001) os programas públicos de VC devem ter em vista as diferentes características das regiões do país caracterizadas pelos diferentes estágios de desenvolvimento do setor econômico e da indústria de VC.

Como sugestão para o desenvolvimento desta pesquisa em trabalhos futuros, seria interessante investigar a relação entre proximidade geográfica dos gestores e empresas e o retorno do investimento, observando se os retornos compensam os custos de monitoramento e se a distância influencia positivamente no aumento da assimetria de informações (SEASCHOLES; ZHU, 2012). Também é interessante saber se as gestoras de fundos que apresentaram menor viés de vizinhança são as

mesmas que têm melhor reputação, ou melhores networks e são espalhadas regionalmente, já que isso reduz a assimetria de informações relacionadas à distância (CUMMING; DAI, 2009).

Poder-se-ia, ainda, como em Tian (2010), verificar se o financiamento das empresas ocorre por etapas ou não e se isso influencia no viés de vizinhança; se o financiamento por etapas trouxe maior segurança no investimento para a gestora; e, se o financiamento por etapas ajuda a reduzir a assimetria de informações, uma vez que permite que a gestora aprenda sobre a empresa investida ao longo do tempo. Baseado no trabalho de Da Rin, Nicodaro e Sembenelli (2005), poderia ser avaliado o ambiente de VC no Brasil, a fim de verificar as influências das opções de saída, dos impostos, das regulações trabalhistas e dos gastos públicos na indústria de VC.

Outro estudo poderia analisar se as políticas públicas existentes estão tendo um impacto positivo na promoção do VC. Como observaram Wang e Wang (2012), ambientes econômicos e políticos mais estáveis trazem mais segurança para o investidor, em especial na indústria de VC, uma vez que a maioria dos investimentos já é de grande risco. Seria útil também saber se a preferência por empresas localizadas mais próximas vem do fato de as gestoras serem investidoras líderes ou estarem investindo sozinhas em determinado fundo, já que isso aumenta a preferência por liquidez (CUMMING; DAI, 2009).

BIBLIOGRAFIA

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. *A indústria de de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro*. Brasília, 2011

AHEARNE, ALAN G.; GRIEVER, WILLIAM L.; WARNOCK, FRANCIS E. Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities. **Journal of International Economics**, v. 62, pp. 313 – 336, 2004.

ALKAN, S.; BONINI, S. The political and legal determinants of venture capital investments around the world. **Small Business Economics**, c. 39, pp. 997 – 1016, 2012.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMIENTOS INOVADORES. *Portfolio de Parques Tecnológicos no Brasil*, 20008.

AUKEN, H.; LEMA, DOMINGO G.; PINTADO, TOMÁS R. Venture Capital in Spain by Stage of Development. **Journal of Small Business Management**, v. 45, n. 1, pp. 68 – 88, 2007.

BARBOSA, N.; FARIA, ANA P. Does venture capital really foster innovation?. 2013

BENSON, D.; ZIEDONIS, ROSEMARIE H. Corporate Venture Capital and the returns to acquiring portfolio companies. **Journal of Financial Economics**, v98, pp. 478 – 499, 2010

CARVALHO, ANTONIO G.; NETTO, HUMBERTO G.; SIQUEIRA, EDUARDO M. R. Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil. **Rev. Bras. Finanças**, v. 9, n. 2, pp. 189 – 208, 2011.

COCHRANE, JOHN. H. The risk and return of venture capital. **Journal of Financial Economics**, v. 75, pp. 3 – 52, 2005.

COVAL, J; MOSKOWITZ, T. Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. **Journal of Finance**, v. 54, n. 6, pp. 2045 – 2073, 1999.

CUMMING, D; DAI, N. Local Bias in Venture Capital Investments. 2009

CUMMING, D.; JOHAN, S. Venture's Economic Impact in Australia. 2012

DA RIN, M.; NICODARO, G.; SEMBENELLI, A. Public Policy and the creation of active venture markets. **Journal of Public Economics**, v. 90, pp. 1699 – 1723, 2006.

FARRELL, M. Venture Capital and Distance. **Forbes**. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/maureenfarrell/2010/10/28/venture-capital-and-distance/>>. Acesso em: 18 jul. 2013.

FINEP. Projeto Inovar: Ações e resultados, 2001. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/numeros_finep/relatorio_inovar/relatorio_inovar.pdf >. Acesso em: 31 Mai. 2013

FINEP. Ministro Sérgio Rezende lança Inovar Semente, 2005 Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/imprensa/noticia.asp?noticia=800> >. Acesso em: 31 Mai. 2013

FINEP. Inovar, 2013. Disponível em: <http://www.venturecapital.gov.br/vcn/historico_fundos.asp >. Acessado em: 31 Mai. 2013

FRANCO, J; FARID, M; OSHITA, M; UCHIDA, K. Evolução do número de incubadoras de empresas no Brasil e sua distribuição regional: uma análise através do modelo log-linear de taxas de crescimento. 2009

GASPAR, F. Fomentar o empreendedorismo através do capital de risco e da incubação de empresas: Um estudo empírico em Portugal. **Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão**, pp. 71 – 84, 2008.

GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GOMPERS, P.; LERNER, J. The Venture Capital Revolution. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, pp. 145 – 168, 2001.

GOMPERS, P.; KOVNER, A.; LERNER, J.; SCHARFSTEIN, D. Venture capital investment cycles: The impact of public markets. **Journal of Financial Economics**, v. 87, pp; 1 – 23, 2008.

HAZARIKA, S.; NAHATA, R.; TANDON, K. Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. 2013

HELLMANN, T. A theory of strategic venture investing. **Journal of Financial Economics**, v. 64, pp. 285 – 314, 2002.

HSU, HUNG-CHIA S. Technology timing of IPOs and venture capital incubation. **Journal of Corporate Finance**, v. 19, pp. 36 – 55, 2013

HUBERMAN, G. Familiarity breeds investment. **The Review of Financial Studies**, pp. 659-680, 2002.

HUMPHERY-JENNER, M.; SUCHARD, J. Foreign VCs and Venture Success: Evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, v.21, n.1, pp.16 – 35

IRIYAMA, A; LI, Y; MADHAVAN, R. Spiky Globalization of Venture Capital Investments: The Influence of Prior Human Networks. **Strategic Entrepreneurship Journal**, 2010

KANNIAINEN, V.; KEUSCHNIGG, C. The optimal portfolio of start-up firms in venture capital finance. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, pp. 521 – 534, 2003

KANEL, R; SAAR, G; TITMAN, S. Individual Investor trading and Stock Returns. **Journal of Finance**, v. 63, pp. 273 – 310, 2008.

LEAMON, A.; LERNER, J. Creating a Venture Ecosystem in Brazil: FINEP's INOVAR Project. 2012

LEVY, H.; SARNAT, M. Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy case for Conglomerate Mergers. **Journal of finance**, v. 25, pp. 795 – 802, 1970.

LEWIS, KAREN K. Trying to Explain Home Bias in Equities Consumption. **Journal of Economic Literature**, v. 32, n. 2, pp. 571 – 608, 1999.

MEIRELLES, JORGE L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, DAISY A. N. *Venture capital e private equity* no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gest.Prod.**, v. 15, n. 1, pp. 11 – 21, 2008.

MUNARI, F; TOSCHI, L. Assessing the impact of public Venture Capital Programs in the United Kingdom: Do regional characteristics matter?. 2010. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=1539384> >. Acessado em: 03 jul. 2013

NAHATA, R. Venture capital reputation and investment performance. **Journal of Financial Economics**, v. 90, pp. 127 – 151, 2008.

NASCIMENTO, MURYLLLO R. Avaliação de gestores da indústria de Private Equity e Venture Capital: Uma metodologia de seleção de gestores. 2011

RAMALHO, C. Fostering Innovation and Entrepreneurship in Brazil through Private Equity and Venture Capital Public Policies. 2009

RAMALHO, C. Toward a Venture Capital-Backed Entrepreneurship Model in Brazil. 2010

RIBEIRO, LEONARDO L. O modelo brasileiro de *private equity* e *venture capital*. Tese de mestrado. 2005

SAHLMAN, WILLIAM A. The structure and governance of venture capital organization. **Journal of Financial Economics**, v. 27, pp. 473 – 521, 1990.

SAPIENZA, H. When do Venture Capitalists add value? **Journal of Business Venturing**, v. 7, pp. 9 – 27, 1992.

SCHOLES, L.; SIEGEL, DONALD S.; WILSON, N; WRIGHT, M. Private equity portfolio company performance during the global recession. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, pp. 193 – 205, 2012.

SEASCHOLES, M; ZHU, N. Individual Investors and Local Bias. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 5, pp. 1987 – 2011, 2010.

SPINA, C. SPINA, C. **Investidor Anjo: Guia Prático para Empreendedores e Investidores**. 1ª Edição. nVersos: 2011.

TIAN, X. The causes and consequences of venture capital stage financing. **Journal of Financial Economics**, v. 101, pp. 132- 155, 2011.

WANG, L; WANG, S. Economic freedom and cross-border venture capital performance. **Journal of Empirical Finance**, v. 19, pp. 26 – 50, 2012.

