

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO

Manuela Sampaio Lana

Papel das instituições formais brasileiras no mercado de capital de risco

JUIZ DE FORA

2021

Manuela Sampaio Lana

Papel das instituições formais brasileiras no mercado de capital de risco

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientadora: Prof. Dra. Heloísa Pinna Bernardo

Coorientador: Prof. Dr. Gilmar José dos Santos

JUIZ DE FORA

2021

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

LANA, MANUELA.

Papel das instituições formais brasileiras no mercado de capital de risco / MANUELA LANA. -- 2022.
96 p. : il.

Orientadora: Heloisa Pinna Bernardo

Coorientador: Gilmar José Santos

Dissertação (mestrado acadêmico) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Administração, 2022.

1. Capital de risco. 2. Investidor. 3. Instituições formais. I. Bernardo, Heloisa Pinna, orient. II. Santos, Gilmar José, coorient. III. Título.

MANUELA SAMPAIO LANA

Papel das instituições formais brasileiras no mercado de capital de risco

Dissertação
apresentada
ao Programa de Pós-
graduação em
Administração
da Universidade
Federal de Juiz de Fora
como requisito parcial
à obtenção do título de
Mestra em
Administração. Área de
concentração: Gestão,
Tecnologias e Processos
Organizacionais.

Aprovada em 26 de janeiro de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Profª. Drª. Heloísa Pinna Bernardo - Orientadora
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Gilmar José dos Santos - Coorientador
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Virgílio César da Silva Oliveira
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Nuno Manoel Martins Dias Fouto
Universidade de São Paulo

Juiz de Fora, 26/01/2022.



Documento assinado eletronicamente por **Heloisa Pinna Bernardo, Professor(a)**, em 01/02/2022, às 15:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Virgilio Cezar da Silva e Oliveira, Professor(a)**, em 03/02/2022, às 16:41, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Nuno Manoel Martins Dias Fouto, Usuário Externo**, em 03/02/2022, às 18:25, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Gilmar Jose dos Santos, Professor(a)**, em 03/02/2022, às 19:28, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Ufjf (www2.ufjf.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **0658611** e o código CRC **A20BA32F**.

AGRADECIMENTOS

A conclusão desta dissertação representa mais que a finalização de um estudo. Representa para mim o desfecho de um período de muitos desafios pessoais, de muita superação e de muitos ensinamentos que foram encarados com resiliência, responsabilidade e, sobretudo, com alegria, por estar acompanhada, a todo momento, de pessoas que contribuíram e vibraram com a realização deste meu sonho.

Assim, agradeço primeiramente à Deus, minha fonte eterna de forças. Aos meu pais, Cid e Valéria, agradeço por me ensinarem que as reais conquistas da vida dependem de muita dedicação e perseverança. Ao meu marido Angelo, por me fazer acreditar nos meus sonhos e a confiar no meu potencial, me incentivando em tudo e em todos os momentos, incondicionalmente, e por ser meu companheiro de vida. À minha filha Rafaela, pelo seu amor genuíno, pelo eterno brilho em seus olhos esperançosos, que são uma injeção de ânimo e aconchego, pelos nossos “papos-cabeça”, por estar neste mundo ao meu lado e ser a razão da minha busca por evolução.

Agradeço minha orientadora, que se tornou amiga, Dra. Heloísa Pinna Bernardo, pelo seu profissionalismo, ética, humanidade e doçura, cujos ensinamentos extrapolam o saber científico e sempre são orientados para a transformação do mundo, tornando-o melhor para todos. Obrigada por me escolher, pela confiança e incentivos e pela sabedoria e paciência ao conduzir meu trabalho de maneira produtiva, compreendendo os momentos difíceis.

Agradeço ao meu coorientador Dr. Gilmar José dos Santos, pela forma impecável com a qual direcionou a parte metodológica e por seus questionamentos que me abriram outras perspectivas.

Agradeço à amiga e revisora Mariana Oliva, pelo carinho e generosidade mim dedicados e pela excelência e profissionalismo em sua atuação.

A todo o corpo docente do programa, meu agradecimento por nos preparar e, principalmente, ensinar a importância e o caminho do aprendizado contínuo. Aos meus amigos e colegas de sala de aula, por dividirem as dores e alegrias desta caminhada.

Agradeço à UFJF e ao PPGA pela oportunidade a mim concedida de evolução profissional e pessoal, investido e destinado a mim recursos tão valiosos. Por fim, à Capes, por contribuir com o desenvolvimento da ciência brasileira, possibilitando a permanência de estudantes no meio acadêmico, nossos futuros cientistas.

RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo compreender o papel das instituições formais brasileiras no desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil, sob a perspectiva do investidor. Há convergência na literatura internacional de que as configurações institucionais são importantes para evolução do mercado de capital de risco e para a atração do investimento estrangeiro. O arranjo institucional de um país pode fomentar ou dificultar sua atividade de capital de risco, e, conseqüentemente, o desenvolvimento do seu ambiente de inovação. Esta pesquisa, cuja abordagem é qualitativa, do tipo exploratória, segundo o desenho de painel de especialistas, foi realizada para entender os efeitos destas instituições em tal mercado, no âmbito nacional. Foram realizadas 11 entrevistas com investidores, especialistas e gestores de fundos de capital de risco a fim de acessar a percepção deles quanto aos impactos das instituições formais sobre essa atividade. A análise temática foi o método utilizado para a análise dos dados e os resultados encontrados apresentam a percepção dos entrevistados. Assim, o sistema tributário nacional foi considerado o maior entrave ao desenvolvimento da atividade devido à sua complexidade. A regulamentação do mercado de trabalho é percebida como defasada e inadequada ao ambiente dinâmico de inovação, bem como a estrutura jurídica e as leis de proteção ao investidor, mas que percebidos como em evolução. As leis de falência e de proteção à propriedade intelectual foram consideradas impróprias e muitas vezes dispensáveis. A estabilidade política foi mencionada como a principal barreira para o crescimento orgânico do mercado de capital de risco. A intervenção direta do governo gerou posições ambíguas. Os sistemas de controle e de combate à corrupção foram considerados ineficientes, mas pouco impactantes. A baixa qualidade da educação foi apontada como um limitador ao desenvolvimento do mercado. O mercado de ações brasileiro foi considerado o ponto forte do arranjo institucional vigente, atraindo investimentos nacionais e estrangeiros. Assim, à exceção do mercado financeiro e de ações, que impulsiona e estimula a atividade de capital de risco, o papel que as demais instituições formais brasileiras assumem neste contexto muitas vezes é o da indiferença ou o limitante ou, ainda, o da inibição ao desenvolvimento deste mercado.

Palavras-chave: Capital de risco; Investidor; Instituições formais.

ABSTRACT

This research aims to understand the role of Brazilian formal institutions in the development of venture capital activity in Brazil, from the investor's perspective. There is a convergence in the international literature that institutional configurations are important for the evolution of the venture capital market and for attracting foreign investment. A country's institutional arrangement can encourage or hinder its venture capital activity, and, consequently, the development of its innovation environment. This research, whose approach is qualitative, of the exploratory type, according to the design of a panel of experts, was carried out to understand the effects of these institutions in such a market, at the national level. 11 interviews were carried out with investors, specialists and venture capital fund managers in order to access their perception of the impacts of formal institutions on this activity. Thematic analysis was the method used for data analysis and the results found demonstrate the perception of respondents. Thus, the national tax system was considered the biggest obstacle to the development of the activity due to its complexity. The labor market regulation is perceived as outdated and inadequate to the dynamic environment of innovation, as well as the legal framework and investor protection laws, but which are perceived as evolving. Bankruptcy and intellectual property protection laws were considered inappropriate and often expendable. Political stability was mentioned as the main barrier to organic growth in the venture capital market. Direct government intervention generated ambiguous positions. Control and anti-corruption systems were considered inefficient, but with little impact. The low quality of education was identified as a constraint on market development. The Brazilian stock market was considered the strong point of the current institutional arrangement, attracting national and foreign investments. Thus, with the exception of the financial and stock market, which drives and stimulates venture capital activity, the role that other formal Brazilian institutions assume in this context is often that of indifference or limiting or, even, of inhibition to the development of this market.

Keywords: Venture capital; Investor; Formal institutions.

LISTA DE FIGURAS

Figura 01.....	31
----------------	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 01.....	49
Quadro 02.....	54
Quadro 03.....	77

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABStartup	Associação Brasileira de Startups
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CNPJ	Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica
CPF	Cadastro Nacional da Pessoa Física
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EMBRAPII	Empresa Brasileira de Pesquisa e Inovação Industrial
EUA	Estados Unidos da América
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
GP	<i>General Partners</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LP	<i>Limited Partners</i>
MIT	Massachusetts Institute of Technology
NEI	Nova Economia Institucional
ONU	Organização das Nações Unidas
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TCLE	Termo de Consentimento Livre e Esclarecido
UFJF	Universidade Federal de Juiz de Fora
VC	<i>Venture Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	OBJETIVOS E JUSTIFICATIVA	16
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	18
2.1	O DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL DE RISCO.....	18
2.1.1	Investimento-anjo.....	20
2.1.2	Fundos de <i>Venture Capital</i> (VC)	22
2.1.3	O capital de risco no mundo.....	23
2.2	AS INSTITUIÇÕES E O CAPITAL DE RISCO.....	24
2.3	DOUGLAS NORTH E A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL (NEI).....	26
2.3.1	A dinâmica da matriz institucional e o modelo de desenvolvimento econômico de North (1990)	29
2.4	A INFLUÊNCIA DAS INSTITUIÇÕES FORMAIS NO MERCADO DE CAPITAL DE RISCO.....	31
2.4.1	Instituições reguladoras	33
<i>2.4.1.1</i>	<i>Política fiscal.....</i>	<i>33</i>
<i>2.4.1.1.1</i>	<i>Impostos sobre ganhos de capital</i>	<i>33</i>
<i>2.4.1.1.2</i>	<i>Imposto de renda corporativo</i>	<i>34</i>
<i>2.4.1.2</i>	<i>Outros aspectos regulatórios</i>	<i>35</i>
<i>2.4.1.2.1</i>	<i>Estrutura do sistema jurídico</i>	<i>35</i>
<i>2.4.1.2.2</i>	<i>Proteção ao investidor</i>	<i>36</i>
<i>2.4.1.2.3</i>	<i>Proteção à propriedade intelectual.....</i>	<i>36</i>
<i>2.4.1.2.4</i>	<i>Lei liberal de falência</i>	<i>37</i>
<i>2.4.1.2.5</i>	<i>Regulamentação do mercado de trabalho</i>	<i>37</i>
<i>2.4.1.2.6</i>	<i>Investimentos de fundos de pensão</i>	<i>38</i>
2.4.2	Qualidade das instituições governamentais	39
<i>2.4.2.1</i>	<i>Intervenção direta</i>	<i>39</i>
<i>2.4.2.2</i>	<i>Estabilidade política.....</i>	<i>39</i>
<i>2.4.2.3</i>	<i>Controle da corrupção</i>	<i>40</i>
<i>2.4.2.4</i>	<i>Caráter contingencial das instituições informais</i>	<i>41</i>
2.4.3	Condições do mercado financeiro	41
<i>2.4.3.1</i>	<i>Desenvolvimento do mercado de ações.....</i>	<i>42</i>
<i>2.4.3.2</i>	<i>Atividade de IPO</i>	<i>42</i>

2.4.3.3	<i>Venda estratégica ou Trade-sale</i>	43
3	ASPECTOS METODOLÓGICOS	44
3.1	ABORDAGEM, TIPO E DESENHO.....	44
3.2	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	45
4	APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	54
4.1	INSTITUIÇÕES FORMAIS QUE INFLUENCIAM O MERCADO DE CAPITAL DE RISCO.....	55
4.1.1	Instituições reguladoras	56
4.1.2	Qualidade governamental	58
4.1.3	Condições do mercado financeiro	59
4.2	INFLUÊNCIA DO ARRANJO INSTITUCIONAL BRASILEIRO NA OFERTA DE CAPITAL DE RISCO E NO PROCESSO DECISÓRIO DO INVESTIDOR.....	60
4.2.1	Instituições reguladoras	60
4.2.2	Qualidade governamental	66
4.2.3	Condições do mercado financeiro	69
4.3	PONTOS FORTES E FRACOS DO ARRANJO INSTITUCIONAL BRASILEIRO.....	70
4.4	ATUAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FORMAIS BRASILEIRAS NA ATRAÇÃO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO.....	72
4.4.1	Instituições reguladoras	72
4.4.2	Qualidade governamental	74
4.4.3	Condições do mercado financeiro	75
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	82
	REFERÊNCIAS	88
	APÊNDICE I	94

1 INTRODUÇÃO

O capital de risco é um segmento do mercado financeiro no qual se investe um recurso em troca de participação no capital de uma empresa com grande potencial de crescimento e expectativa de valorização (MEIRELLES; PIMENTA JÚNIOR; REBELATTO, 2008). Esta modalidade de financiamento, sem garantias e com perspectiva de alto retorno futuro, é destinada a empresas com grande potencial de crescimento, que ainda não geraram lucros e não possuem ativos para dar em garantia (GORGULHO PINTO, 1997).

Entre os investidores e as modalidades de investimento de capital de risco mais importantes no mercado brasileiro estão os investidores-anjo - pessoas físicas que utilizam capital próprio em troca de participação acionária e aplicam seus conhecimentos no negócio; os fundos de *Venture Capital* (VC), no qual também há a compra de uma parte acionária com o objetivo de valorização e posterior saída da operação; e as aceleradoras, que são pessoas jurídicas que investem capital associado a programas de capacitação e de suporte aos empreendedores (CORREIA DE SÁ, 2017; MATOS; RADAELLI, 2020). Segundo Bonini e Capizzi (2019), outros agentes relevantes de investimento, financiamento e desenvolvimento são os programas governamentais de fomento, os *crowdfundings* (financiamento colaborativo via doação ou pré-venda de produtos, utilizando plataformas digitais) e as incubadoras. Tais agentes também estão presentes no mercado nacional, mas com menor representatividade.

Além do capital, outros recursos valiosos oferecidos aos empreendimentos pelos capitalistas de risco são o apoio gerencial durante a fase de desenvolvimento, contribuindo com o planejamento de estratégias, com o monitoramento de metas e na tomada de decisões, e o acesso às redes de relacionamento destes investidores (GOMPERS; LERNER, 1999). A atividade de capital de risco consiste, então, em investir recursos financeiros e oferecer suporte aos empreendimentos.

Esta atividade se originou nos Estados Unidos, obtendo significativo crescimento. Seu desenvolvimento em outras regiões, entretanto, foi considerado modesto até década de 2010 (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Segundo Grilli, Latifi, Mrkajic (2019), muitos trabalhos foram publicados com o objetivo de elucidar os diferentes graus de desenvolvimento e desempenho deste mercado, em diferentes contextos regionais, mas ainda não foi clarificado como fatores institucionais impactam esta atividade, sobretudo no cenário nacional. De acordo com Grilli, Latifi, Mrkajic (2019), o desenvolvimento da atividade de capital de risco é necessário para o nascimento e a consolidação de uma indústria próspera,

contribuindo para a expansão de empreendimentos de alta tecnologia e da inovação. Assim, a operação é considerada um subsídio fundamental para a evolução dos ecossistemas de inovação, sendo a principal fonte de financiamento de projetos inovadores e, portanto, de alto risco (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019).

Para a Organização das Nações Unidas (ONU) (2018), a inovação representa um dos elementos impulsionadores do desenvolvimento econômico sustentável da sociedade, e o ritmo de crescimento de uma economia pode acelerar na medida em que são destinados mais investimentos para projetos inovadores. O capital de risco, ao financiar tais projetos, que possuem alto grau de risco e incertezas, possui papel relevante no fortalecimento da economia de um país, uma vez que (BNDES, 2017), ao fomentar a cultura de inovação, cria oportunidades para futuros empreendedores e impacta diretamente a geração de empregos (KAPLAN; LERNER, 2016). Desse modo, um mercado de capital de risco pujante pode contribuir com o crescimento econômico, auxiliando os empresários inovadores a encontrarem financiamento (LERNER; TÅG, 2013).

Um mercado ativo de capital de risco beneficia diretamente o empreendedorismo e a inovação e cria um ciclo virtuoso (BONINI; ALKAN, 2012). De acordo com Schröder (2009), além de estar associado a aumentos significativos de registros de patentes, os investimentos em capital de risco são três vezes mais eficazes que as despesas em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) para a inovação industrial. A ativação deste ciclo depende de pré-requisitos que devem ser perseguidos por governos e instituições (BONINI; ALKAN, 2012), a fim de promover um mercado saudável e vigoroso. Uma vez que um nível crítico de atividades tenha sido estabelecido, a manutenção e o crescimento desse mercado torna-se mais fácil (LERNER; TÅG, 2013).

Conforme Lerner e Tåg (2013), as atividades de pesquisa e inovação têm repercussão sobre toda a economia e geram externalidades positivas com altas taxas de retorno social, que não são totalmente internalizados pelos investidores, como os ganhos de bem-estar, de *know-how* e até de renda per capita de uma população, como exemplifica Griliches (1992). Isto sugere que o governo precisa participar ativamente da promoção de um ambiente institucional que estimule e facilite esta atividade (LERNER; TÅG, 2013). Nessa perspectiva, os formuladores de políticas devem buscar o estabelecimento de um mercado próspero e saudável, no qual recursos e empreendedores estejam presentes simultaneamente (ARMOUR; CUMMING, 2006).

Em 1956, Solow elaborou um modelo para explicar o crescimento de um país, no qual propunha que o crescimento real do Produto Interno Bruto (PIB) per capita de uma nação só

seria possível mediante a um “choque tecnológico”. Segundo esse modelo, somente o progresso tecnológico explicaria o crescimento sustentável dos padrões de vida (MANKIWI, 1999), conclusão também sustentada por Jones (2000). No modelo Solow, as desigualdades que se estabeleceriam entre os países seriam causadas pelos diferentes níveis de crescimento econômico e pela relação existente entre o desenvolvimento da economia e o nível de empreendedorismo e de inovação das nações. Seguindo essa ótica, a produtividade é a principal determinante do crescimento econômico (KRUGMAN, 1997; MANKIWI, 1999) e a tecnologia ou o “progresso tecnológico” é fundamental para o aumento da produtividade e, conseqüentemente, para o crescimento econômico.

Mas Douglass North (1990) apresentou uma perspectiva diferente de seus pares. Para ele, o avanço tecnológico e a acumulação de capital não explicam o desenvolvimento econômico. O que os outros autores apontam como causa do crescimento, na visão do autor, é a consequência de uma combinação institucional específica. O crescimento de longo prazo é condicionado pela formação e evolução das instituições de uma sociedade, cujos arranjos institucionais estimulam ou inibem suas atividades produtivas. O quadro institucional de um país e a efetividade de suas instituições são determinantes para o desenvolvimento de seu sistema econômico-financeiro (KOMBO; KOUMOU, 2021).

As instituições são restrições criadas pelo homem que modelam as interações, sendo elas divididas em instituições formais – conjunto de regras econômicas, políticas e contratuais, e informais – normas sociais, códigos de comportamento e convenções sociais (NORTH, 1990). Incentivando alguns comportamentos, desestimulando ou restringindo outros, as instituições influenciam o processo de desenvolvimento dos mercados de capital de risco (BUSTAMANTE; MINGO; MATUSIK, 2021). Instituições formais fortes reduzem o comportamento oportunista e, conseqüentemente, as incertezas, conduzindo o país a uma atividade econômica mais previsível e ordenada (NORTH, 1990), diminuindo o custo de transação e os erros ao fornecerem regras políticas, contratuais e econômicas estáveis (LI; ZAHRA, 2012).

Existe convergência na literatura de que as configurações institucionais são importantes para a evolução do mercado de capital de risco em diversos países, bem como para a atração de investimento estrangeiro, que traz inúmeros benefícios para o mercado local, como transferência de conhecimento especializado para investidores e gestores de fundos locais, acesso a extensas redes de contatos, inspiração e impulsionamento dos empreendedores domésticos, compartilhando exemplos de casos de sucesso internacionais, conforme pontuam Lerner e Tåg (2013).

Nas últimas décadas, diversos estudos desenvolvidos por La Porta *et al.* (1997), Bonini e Alkan (2012), Lerner e Tåg (2013), Grilli, Latifi, Mrkajic (2019), entre outros autores, investigaram os fatores institucionais que podem fomentar ou dificultar a atividade de capital de risco em vários países do mundo. Foram encontradas evidências do efeito significativo que as dimensões formais exercem sobre o seu desenvolvimento (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Entre os achados, predominaram discussões sobre os impactos causados pelas instituições reguladoras (políticas tributárias, leis que regulamentam o mercado de trabalho, a falência e que protegem investidores e patentes), pela condição do mercado financeiro (nível de desenvolvimento do mercado de ações e opções de desinvestimento) e pela qualidade governamental (intervenção direta do Estado na atividade, estabilidade política e controle da corrupção).

O investimento de capital de risco está em contínuo crescimento no Brasil, tendo obtido um crescimento de 89,6% em 2019, em relação ao ano anterior, com aportes somando 25,6 bilhões de reais naquele ano (KPMG; ABVCAP, 2019). A ascensão de um mercado de capital de risco é afetada pelas condições legais e institucionais adequadas às necessidades dos seus participantes, estabelecendo um ambiente favorável à atuação dos agentes, conforme experiência dos principais mercados mundiais.

Um estudo sobre o ecossistema de *startups* brasileiro realizado pela Associação Brasileira de *Startup* (ABStartup) em 2018 mostrou que os maiores obstáculos encontrados pelos empreendedores foram a dificuldade de obtenção de investimentos na fase inicial das *startups* e o engessamento do ambiente regulatório brasileiro. A pesquisa aponta, ainda, caminhos para superação de tais dificuldades como a criação de incentivos fiscais para os investidores e aproximação deles com os empreendedores; além de flexibilização normativa a fim de estimular a inovação, reduzir custos e burocracias e simplificar o sistema tributário brasileiro (ABSTARTUPS; ACCENTURE, 2018).

Considerando a importância atribuída às instituições para o fomento deste mercado no cenário nacional, o foco deste estudo encontra-se sobre as instituições formais que influenciam o seu desenvolvimento do ambiente doméstico. Embora reconheça-se a importância das instituições informais, esta pesquisa procurou concentrar-se nas instituições formais pela possibilidade de embasarem políticas públicas de desenvolvimento socioeconômico, além da limitação de tempo da pesquisadora, uma vez que não seria possível abordar as duas dimensões. Diante dessa premissa, existem evidências, como as encontradas por Armour e Cumming (2006) e Groh e Wallmeroth (2016), de que instituições formais e regulamentos fortes levam à formação de um robusto mercado de capital de risco, contudo foi

verificado que o Chile teve dificuldades em estabelecer um mercado vigoroso, não obstante seu fortalecido arcabouço normativo (BUSTAMANTE; MINGO; MATUSIK, 2021). Assim, este trabalho pretende apresentar como as instituições formais brasileiras influenciam a atividade de capital de risco e analisar seus desdobramentos, sob a perspectiva dos investidores.

Dado este contexto, este estudo busca responder, sob a luz do modelo de desenvolvimento econômico proposto por North (1990), a seguinte questão norteadora: *Qual o papel das instituições formais brasileiras no desenvolvimento da atividade de capital de risco, na perspectiva do investidor?*

1.1 OBJETIVOS E JUSTIFICATIVA

Este trabalho tem por objetivo principal compreender o papel das instituições formais brasileiras no desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil, sob a perspectiva do investidor.

Para atender a finalidade deste projeto, os seguintes objetivos específicos foram buscados:

- Identificar as instituições formais que influenciam o mercado de capital de risco brasileiro, na percepção do investidor;
- Compreender como o arranjo institucional brasileiro influencia a oferta de capital de risco e o processo decisório do investidor;
- Identificar os pontos fortes e os pontos fracos do arranjo institucional brasileiro, na percepção do investidor; e,
- Entender como o investidor percebe a atuação das instituições formais brasileiras no estímulo à entrada de capital estrangeiro na atividade de capital de risco.

Para se atingir o objetivo deste estudo, foram realizadas entrevistas com investidores e gestores de fundos de capital de risco, além de especialistas no assunto, a fim de acessar a percepção deles quanto aos impactos das instituições formais brasileiros sobre esta atividade. Sob uma abordagem qualitativa, a análise temática foi o método utilizado para analisar os dados, em busca da identificação de padrões ou temas emergentes, que se tornaram as categorias de análise.

Dado o crescimento deste mercado no cenário nacional, faz-se importante compreender como os fatores institucionais estimulam ou dificultam o seu desenvolvimento, fornecendo informações que possam subsidiar ações emergenciais e políticas públicas para seu fortalecimento e conseqüente fomento à inovação. Ademais, tal compreensão pode embasar a formulação de estratégias e decisões dos atores que atuam no ecossistema de inovação, inclusive no que tange às interações das organizações entre si e das organizações com as instituições, orientadas à evolução do arranjo institucional doméstico, tornando as condições legais e institucionais cada vez mais adequadas às necessidades dos participantes deste mercado.

O presente estudo se divide em cinco capítulos, incluindo esta introdução. O segundo capítulo apresenta o referencial teórico, no qual se destacam as principais contribuições dos autores afeitos ao tema, que fundamentam o desenvolvimento da pesquisa. O terceiro é dedicado aos procedimentos metodológicos; o quarto, à apresentação e discussão dos resultados e, por fim, o quinto capítulo destina-se a desenvolver a conclusão e encerrar este trabalho com as considerações finais da pesquisadora.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Em busca de melhor compreensão do objeto de pesquisa, este capítulo tem por objetivo apresentar o referencial teórico que embasa este trabalho, compreendendo estudos que abordam o desenvolvimento da atividade e do mercado de capital de risco e sua relação com as instituições formais, que oferecem o olhar de Douglas North sobre o desenvolvimento econômico dos países e, por fim, que trazem contribuições e exemplos empíricos de como as instituições formais podem influenciar este mercado no mundo.

Para tanto, inicialmente será apresentado o desenvolvimento do capital de risco, em seguida, a sua confluência com as instituições formais, depois, a perspectiva de Douglas North sobre o desenvolvimento econômico e, por fim, a influência das instituições formais no mercado de capital de risco.

2.1 O DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL DE RISCO

O capital de risco é uma modalidade de financiamento, sem garantias, em empresas com alto potencial de crescimento, com perspectiva de alto retorno futuro (GORGULHO PINTO, 1997). Para Meirelles, Pimenta, do Nascimento Rebelatto (2008), trata-se de um segmento do mercado financeiro que investe, temporariamente, em empresas com alto potencial de crescimento e expectativa de valorização, em troca de participação no capital desta empresa. A valorização da empresa investida que permitirá o retorno esperado, por meio da venda da participação (desinvestimento), a médio ou a longo prazo. Os aportes de capital devem ser feitos em empresas não listadas em bolsa de valores, conforme complementa o BNDES (2017).

É especialmente adequado às empresas em formação e às de pequeno e médio porte, principalmente para aquelas que trabalham com alta tecnologia, sendo a opção de muitas *startups*, que, não raro, não possuem ativos tangíveis para oferecer em garantias, o que restringe seu acesso a recursos originários de fontes tradicionais e de mercado de capitais (GORGULHO PINTO, 1997; ROBERTS, 1990). Este capital preenche a lacuna existente entre as fontes de fundos para inovação (principalmente corporações, órgãos governamentais e amigos e familiares do empresário) e as fontes convencionais disponíveis, já que as leis de usura limitam os juros que os bancos podem cobrar sobre os empréstimos - e os riscos inerentes às *startups* geralmente justificam taxas mais altas do que as permitidas por lei (ZIDER, 1998). O suporte do investidor de risco às empresas adiciona valor mesmo após a

abertura de seu capital em bolsa de valores pois, conforme comparação feita por Brav e Gompers (1997), as empresas que receberam apoio possuem desempenho significativamente superior àquelas que não receberam.

Os benefícios gerados pela atividade de capital de risco nos empreendimentos vão além dos aportes financeiros. Conforme elenca Gorgulho (1997), ele elimina o problema de pagamento de juros, amortizações e resgates em prazos predeterminados; permite à empresa financiar seu crescimento com o reinvestimento dos lucros; serve como uma espécie de “selo de aprovação” que melhora a atratividade da empresa junto ao mercado investidor; recebimento de apoio gerencial por parte de seus investidores, o que é bastante benéfico especialmente para as empresas jovens e menores. Ismail e Medat (2019), corroborando neste sentido, chamam a atenção para outros recursos valiosos que os investidores dispõem para as *startups*, como perspicácia e a sua rede de relacionamentos.

Sob a ótica do investidor, além do retorno financeiro atrativo, este tipo de investimento pode ser gratificante pois proporciona a oportunidade de estar à frente do lançamento de um serviço ou produto inovador, além de presenciar o desenvolvimento de uma empresa que poderá se tornar uma grande corporação no futuro. Entretanto, devido à natureza de alto risco do investimento, é importante que o investidor esteja preparado para sofrer perdas consideráveis, antes de auferir algum retorno (ROSE, 2014). O perfil de cada investidor e suas estratégias de investimento serão abordadas no próximo item.

Como a lógica das operações em capital de risco pressupõe o maior retorno no menor tempo possível, é essencial, para que se obtenha êxito neste mercado, a existência de mecanismos de saída ou desinvestimento bem desenvolvidos (GORGULHO PINTO, 1997). As formais mais comuns são: a) abertura de capital em bolsa de valores, por meio da *Inicial Public Offering* (IPO); b) venda estratégica (*trade-sale*); c) recompra da participação pelo empreendedor (*buyback*); d) venda para outro investidor (*secondary sale*); e, e) liquidação. (RIBEIRO; RIBEIRO DE ALMEIDA, 2005).

Os fundos de *Venture Capital* (VC) e o investimento-anjo são as modalidades de investimento de risco mais representativas do Brasil, ao lado das aceleradoras, de acordo com Matos e Radaelli (2020). Conforme estes autores, os investimentos feitos pelas aceleradoras estão vinculados a programas de desenvolvimento das empresas e, apesar de o retorno financeiro seja perseguido, não é seu único objetivo. Já os fundos de VC e os investidores-anjo investem seus recursos em troca de participação acionária e estão totalmente focados em maximizar o retorno financeiro, alavancando seus investimentos e obtendo o maior lucro sobre o seu portfólio. Para melhor compreensão do ambiente no qual o capital de risco se

coloca, torna-se oportuno entender a motivação e estratégias destes dois tipos de investidores, abordadas nas próximas seções.

2.1.1 Investimento-anjo

De acordo com Bonini e Capizzi (2019), os investidores-anjo ou anjos são indivíduos ricos que possuem alto patrimônio líquido e investem dinheiro próprio, individualmente, em empresas não listadas na bolsa de valores, com as quais não possuem vínculos familiares. Normalmente aplicam seus recursos em setores nos quais possuem experiência (ZIDER, 1998), preferencialmente em empreendimentos nascentes com alto potencial de crescimento de retorno, nos quais se envolvem ativamente (CORREIA DE SÁ, 2017). Mas, os anjos também fazem participações acionárias em pequenas empresas maduras que costumam ser administradas por um executivo de sua rede de relacionamento (BONINI; CAPIZZI, 2019).

A utilização do termo “anjo” se dá pelo fato de que a contribuição destes indivíduos vai além de aportes financeiros. Eles participam ativamente nas empresas do seu portfólio, apoiando os empreendedores com sua experiência, conhecimento do setor, rede de relacionamentos e mentoria, orientando-os para o crescimento do negócio (BONINI; CAPIZZI, 2019; CORREIA DE SÁ, 2017). Além disso, costumam se envolver também na comunidade onde a empresa está inserida, buscando o desenvolvimento econômico daquele setor, e não somente o aumento da sua riqueza pessoal (LIPPER; SOMMER, 2002).

O interesse destes investidores surge pela busca de se beneficiar de alguma condição ou circunstância prévia como experiência anterior, aplicação de herança recebida ou fruto de negócios bem-sucedidos, ou ainda, interesse por mudanças tecnológicas. Eles entram mais cedo em investimentos mais arriscados, porque é quando eles podem pagar para estar no negócio (WONG, A.; BHATIA, M.; FREEMAN, 2009). Em muitos casos, o financiamento anjo pode ser estruturado como um empréstimo que acumula juros ao longo do tempo, convertendo-se em cotas do patrimônio líquido com um desconto no valor do primeiro financiamento subsequente à rodada liderada por um investidor institucional (BONINI; CAPIZZI, 2019).

O investimento-anjo é considerado de menor escala quando comparados aos fundos de investimento, variando de milhares a milhões de um dígito de dólares (BONINI; CAPIZZI, 2019). Mas Correia de Sá (2017) argumenta que, apesar de parecer modesto, este investimento é importante para facilitar o acesso dessas empresas, em fase de expansão, a seus respectivos mercados de capitais, pois preenche a lacuna existente entre o investimento

inicial e o financiamento feito por um fundo de VC, no qual o valor financiado pelo anjo é alto demais para o primeiro e muito baixo para o último, assumindo, normalmente, uma porção menor das ações do empreendimento.

Para Bonini e Capizzi (2019), o investidor-anjo tem alta seletividade no momento da decisão do investimento, mantendo alto índice de rejeição dos empreendimentos candidatos ao investimento. Sua escolha está relacionada, principalmente, com a qualidade percebida tanto no empresário e sua forma de gerência quanto na equipe de trabalho. Para analisar uma oportunidade, utilizam-se de sua experiência, sobrepondo questões pessoais e informais a fontes formais de informação, conferindo certa subjetividade à análise.

Carecem de “*due diligence*” formal, ou seja, raramente procedem a uma avaliação realista das operações, utilizando uma auditoria completa da oportunidade de investimentos, das demonstrações contábeis, passivos e contingências. Diante disso, os anjos podem não estar preparados para investir em negócios verdadeiramente radicais, projetos de alto crescimento, pois geralmente são mais avessos ao risco do que investidores institucionais por possuírem uma carteira menos diversificada (BONINI; CAPIZZI, 2019).

A forma como monitoram seus investimentos também é singular, referida por Bonini, Capizzi e Valleta (2018) como “mecanismos de monitoramento suave” (BONINI; CAPIZZI; VALLETA, 2018). Ela difere dos mecanismos baseados em contrato, normalmente utilizados por fundos de VC para reduzir possíveis conflitos e incentivar comportamentos desejáveis nos empreendedores. Os mecanismos de monitoramento preferidos pelos investidores-anjo se baseiam em controles não agressivos e informais, como envolvimento pós-investimento por meio de visitas à empresa, interações com empreendedores e outras técnicas de controle baseado na confiança. Conforme destacam os autores, esse tipo de monitoramento aliado a uma pequena quantidade de controle formal pode ser eficaz por diminuir assimetria de informações e custos de agência.

Os anjos podem atuar individualmente ou em grupo. Os grupos de anjos são redes formais ou semiformais de indivíduos de alta renda que se reúnem como um grupo, regularmente, para avaliar e investir em *startups*. A diferença destes para os anjos individuais está, principalmente, no processo de escolha do empreendimento a ser investido. Os grupos obedecem a etapas estabelecidas pela coletividade para a tomada de decisão, examinam cuidadosamente seus investimentos, realizando “*due diligence*”, embora, na maioria dos casos, dispensando consultores externos, mas aplicando sua experiência e conhecimento do setor, bem como a informação no processo de compartilhamento que ocorre dentro do grupo. (BONINI; CAPIZZI, 2019).

2.1.2 Fundos de *Venture Capital* (VC)

O primeiro fundo de *Venture Capital* (VC) surgiu nos Estados Unidos, após a Segunda Guerra Mundial, em formato de fundo de participação, sendo registrado em 1946, por uma parceria entre o então presidente do Massachusetts Institute of Technology (MIT), Karl Compton, o professor Georges F. Doriot, da Harvard Business School e empresários locais (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Após a adoção de diversos modelos organizacionais, rapidamente os fundos de VC evoluíram para o modelo consolidado de parceria limitada com estrutura fechada (GOMPERS; LERNER, 1999). Mudanças institucionais específicas, como reformas trabalhistas e tributárias, ocorridas a partir dos anos 1980, permitiram o crescimento substancial dessa indústria no país e o arranque de empresas tecnológicas conhecidas mundialmente, incluindo Uber, Airbnb, Amazon, dentre outras (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019).

Os fundos de VC fazem a intermediação entre os investidores institucionais, (como fundos de pensão, bancos e indivíduos ricos) e os empreendedores que buscam capital de risco para financiar o crescimento dos empreendimentos. Normalmente os investidores institucionais gerenciam uma grande quantia de ativos diversificados e, a fim de obter retornos maiores, disponibilizam uma parte menor do seu capital para investimentos de maior risco. Assim, buscam fundos de VC especializados em um setor específico para selecionar empresas que apresentam as melhores oportunidades de investimentos, de alto crescimento (SCHRÖDER, 2009).

Dos fundos de VC participam os investidores e os gestores profissionais. Os primeiros, também chamados de *Limited Partners* (LP), cuja responsabilidade é limitada à extensão do capital investido, depositam seus recursos em fundos de investimento administrados por gestores profissionais e especializados, também conhecidos por *General Partners* (GP), remunerados por taxa de administração e/ou de taxa de performance, responsáveis pela realização de decisões relacionadas aos investimentos (ABVCAP, 2019).

Os GPs normalmente são investidores ativos, que acompanham a evolução das empresas e distribuem os recursos conforme cumprem as metas assumidas. Diferentemente dos bancos que monitoram a saúde financeira das empresas às quais emprestam recursos, os GPs monitoram suas estratégias e decisões, possuindo um papel ativo no conselho de administração das empresas e, frequentemente, possuem direitos de controle que lhe permitem intervir quando necessário. Além disso, fornecem acesso aos empresários a importantes profissionais como consultores, banqueiros e advogados (GOMPERS; LERNER, 1999).

Conforme destaca Schertler (2003), os GPs precisam construir reputação e acumular experiência para levantar capital de investidores que, em geral, possuem poucas informações a respeito do mercado. É necessário conhecimento e prática para escolher, monitorar e agregar valor a empresas jovens de alta tecnologia que receberão o investimento e essa experiência é obtida com o envolvimento na gestão dos empreendimentos. A reputação é construída a partir de um histórico de sucesso no financiamento das empresas escolhidas. Guler e Guillén (2010) apontam que além da intermediação financeira entre o investidor e o empresário, um dos objetivos do GP é a obtenção de ganho de capital para retornar aos investidores e não a produção de bens ou serviços com fins lucrativos.

Geridos pelos GPs, os fundos investem e adquirem cotas em empresas não listadas na bolsa de valores, e participam da governança dos negócios adquiridos. O tempo típico deste investimento dura entre 3 e 7 anos, mas pode chegar a 10 anos e, durante este período, as empresas de VC fazem a seleção das empresas do portfólio, monitoram e dão suporte aos empreendimentos, fornecendo serviços de valor agregado para negócios investidos (ABVCAP, 2019).

Schröder (2009) argumenta que um aspecto importante é que antes de fornecer o capital ao empresário, os GPs fazem uma previsão teórica, dividindo o projeto em etapas com objetivos específicos. O capital é fornecido aos empreendedores com restrição de caixa, na quantia suficiente para alcançar a próxima etapa, nas rodadas de acompanhamento que acontecem juntamente com os empreendedores. Para a liberação dos recursos da próxima etapa, os resultados empíricos obtidos são comparados às previsões teóricas e validados.

Os GPs têm uma posição poderosa nas empresas que atuam. Quando o desempenho esperado não é alcançado, eles devem decidir pela mudança de estratégia, pela substituição do gestor do empreendimento (normalmente fundador), pela interrupção de sua atividade na empresa, ou ainda, quando decidem dar continuidade ao projeto, podem exigir uma maior participação na parte da empresa (SCHRÖDER, 2009). Quando o projeto termina, é necessário desinvestir. É neste momento que o capital e resultados financeiros são restituídos ao fundo, remunerando os GPs e posteriormente distribuindo o retorno aos LPs (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019).

2.1.3 O capital de risco no mundo

Esse modelo de financiamento foi exportado para diversos países ao redor do mundo, com o apoio de políticas públicas destinadas a incentivar o nascimento e consolidação de um

mercado de capital de risco próspero (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Ainda na década 1980, seu desenvolvimento foi observado também na Europa, sobretudo no Reino Unido e na França, cujos poderes públicos eram ativos na sua promoção (GORGULHO PINTO, 1997). Em Portugal, as primeiras atividades que surgiram, em 1986, também suportadas pelo Estado, tinham por foco a recuperação de empresas em dificuldade. Foi a partir de 1990, que ele passou a ser direcionado para a inovação tecnológica e desenvolvimento empresarial (CARRASQUEIRA, 2012).

No Brasil, as primeiras ações para organizar a oferta de capital de risco foram realizadas pelo governo, na década de 1970, orientadas para grandes empreendimentos industriais. Entretanto, foi a partir do Plano Real, em 1994, com a estabilização da economia e controle da inflação, que foi possível a viabilização destes investimentos no país, com aumento substancial do número de fundos, investidores e operações (MACULAN; PAVANI, 2005).

Apesar das diversas tentativas de consolidação deste mercado nos países, o resultado está aquém do potencial esperado (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). A indústria de capital de risco ainda é muita concentrada nos EUA, que respondeu por 67% do volume aplicado mundialmente em 2019 (NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, 2020). A indústria europeia é bem menos expressiva que a americana e é altamente heterogênea entre e dentro dos seus diferentes países (FLORIDA; KING, 2016; TYKVOVÁ; SCHERTLER, 2014). Alguns países da Ásia estão ganhando notoriedade, devido à tendência de internacionalização desse mercado (FLORIDA; KING, 2016; GULER; GUILLÉN, 2010).

Os resultados em potencial da adoção deste modelo de financiamento combinado à sua importância para o desenvolvimento das empresas inovadoras nascentes e, conseqüentemente, das nações, levou a um crescente número de estudos que investigam os fatores institucionais que influenciam o desenvolvimento desta indústria nos diversos países (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019), tema abordado no próximo tópico.

2.2 AS INSTITUIÇÕES E O CAPITAL DE RISCO

Conforme a definição de North (1990), as instituições são as limitações criadas pelo homem para formatar as interações entre as pessoas. Elas estão divididas em dois grandes grupos: (i) formais, constituídas por normas políticas, econômicas e contratuais; e (ii) informais, formadas por um conjunto de regras e valores sociais, normas de conduta herdadas da construção cultural de uma sociedade em determinado contexto regional.

Instituições formais são frutos das concepções da sociedade e se encaixam culturalmente a ela, refletindo suas crenças e valores, uma vez que são as pessoas dessa sociedade que as elaboram (HOFSTEDE; GERT JAN HOFSTEDE; MINKOV, 2010). Estão fortemente interligadas com as informais já que, individualmente ou combinadas, modelam o comportamento humano e características individuais (LI; ZAHRA, 2012). Assim, as mesmas instituições formais quando submetidas a diferentes contextos culturais podem produzir distintos resultados econômicos (NORTH, 1990).

As instituições impactam a capacidade de a sociedade fornecer e alocar recursos empresariais. Regras formais como proteção de direitos de propriedade, regulamentação tributária e do mercado trabalhista e políticas monetárias interferem especialmente sobre o desenvolvimento do empreendedorismo nas sociedades (HENREKSON, 2007). O grau de orientação e aprovação do comportamento empreendedor de uma sociedade é apontado por Beugelsdijk (2007) como uma dimensão da instituição informal com significativa relevância na dinâmica empresarial.

O desenvolvimento do empreendedorismo, da inovação e da tecnologia depende intensamente da disponibilidade e acesso a recursos financeiros (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). As assimetrias de informações e falhas de mercado dificultam e até mesmo impedem o acesso de projetos inovadores a fontes tradicionais de financiamento, como os bancos, por exemplo (HALL; LERNER, 2009).

O capital de risco, em suas diversas modalidades, cobre essa lacuna, financiando projetos promissores iniciantes, altamente inovadores e incertos, baseados na capacidade de seus investidores (anjos ou GPs), que geralmente são especialistas na área ou empresários experientes que se envolvem ativamente nos empreendimentos do seu portfólio, a fim de mitigarem a assimetria de informações e evitarem assumir elevados riscos (HALL; LERNER, 2009) por compreenderem melhor o valor intangível e o potencial dos novos projetos.

Ele é, portanto, elemento crucial em um avançado ecossistema de inovação, mas, a despeito de sua vantagem em relação às fontes tradicionais de financiamento, a atividade é ainda permeada de assimetria de informação e comportamento oportunista (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Os contratos de capital de risco são elaborados e detalhados com o objetivo de superar estes problemas, reduzir custos de transação. Entretanto, conforme asseveram Li e Zahra (2012), para que o contrato seja exequível, é necessário a existência de instituições políticas e econômica eficazes que assegurem os direitos de propriedade contratados.

A literatura aponta várias características de um ambiente institucional que estimula o desenvolvimento de seu mercado de capital de risco, com visível destaque às instituições formais. Dentre estas, destacam-se a política fiscal, estrutura do sistema legal e do mercado financeiro, qualidade governamental e regulamentação do mercado de trabalho, que são discutidas no item 2.4. Quanto às instituições informais, apesar de não serem tema deste estudo, cabe ressaltar que a literatura aponta como determinantes significativos do capital de risco o engajamento ao empreendedorismo, atitudes culturais e dimensões do capital social (como a extensão de uma rede de contatos, por exemplo).

2.3 DOUGLAS NORTH E A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL (NEI)

Na década de 1970, a fim de explicar as verdadeiras causas do desenvolvimento econômico das nações, teóricos da Nova Economia Institucional (NEI), retomando as primeiras discussões de cunho institucionalista em ciências sociais, na política e economia que surgiram ainda no século XIX (SCOTT, 2008), reacenderam o interesse pelas instituições como unidade elementar para a compreensão da realidade social, pesquisando em diferentes áreas de conhecimento, como ciência política, economia, sociologia e administração (CARVALHO; VIEIRA; GOULART, 2005; HALL; TAYLOR, 1996).

O economista, Douglass North se tornou referência no estudo do desenvolvimento econômico no longo prazo (GALA, 2003). Ele defende que, em última análise, o desempenho econômico de um país é resultado da dinâmica de suas instituições. São elas que inibem ou estimulam o avanço tecnológico e a acumulação de capital, que são consequência do arranjo institucional vigente (NORTH, 1990). Assim, a origem do desenvolvimento econômico está nas instituições (PRZEWORSKI, 2005).

Mais do que o acesso às tecnologias, um diferencial importante entre países ricos e pobres está nos seus arranjos institucionais. Para crescer, os países devem criar uma matriz institucional capaz de estimular a acumulação de capital físico e humano. Uma sociedade pobre é consequência do não estabelecimento de regras, normas, leis e costumes que incentivem atividades econômicas produtivas, para acumulação de capital e de conhecimento (GALA, 2003).

A proposição teórica de que as instituições são a gênese da evolução tecnológica e acumulação de capital surge a partir da busca pelo entendimento do que levou a Europa a se tornar o modelo de civilização ocidental no fim do século XVIII. Gala (2003) verifica que as instituições desenvolvidas, a partir do fim da Idade Média, por países como a Holanda e a

Itália e seus desdobramentos executados com rigor posteriormente pela Inglaterra, foram determinantes para essa condição privilegiada (GALA, 2003). Para entendimento do modelo proposto, faz-se necessário esclarecer de antemão o conceito de racionalidade e o papel da ideologia que, na visão do autor, se revelam fundamentais na construção da dinâmica institucional.

North (1990) rejeita o conceito de *rational choice*, pois argumenta ser impossível ao agente conhecer todas as informações necessárias para a tomada de decisão ótima, devido à complexidade e falta de capacidade computacional ou, ainda, pelas constantes mudanças do ambiente. Assim, defende a utilização da racionalidade processual, na qual os agentes atuam sobre o mundo a partir de uma “realidade subjetiva” criada com base no mundo conhecido. Dessa forma, agem da maneira mais razoável, dada a pobreza informacional, podendo, na melhor das hipóteses, tentar aproximar a sua visão de mundo – ou ideologia - da própria realidade objetiva (NORTH, 1990).

Ainda para North (1990), as ideologias são a racionalização dos fenômenos reais percebidos e constituem em uma importante instituição informal da sociedade, ao passo que possuem um caráter disciplinador, estabelecendo uma base comum de crenças e regras que permitem as trocas econômicas. Assim, restringem o comportamento individualista, diminuem a incerteza nas interações entre as pessoas e, portanto, reduzem o custo de transação. A construção do arcabouço legal de uma sociedade e sua legitimação são baseados em suas ideologias (NORTH, 1990).

As ideologias, portanto, possuem fundamental importância no desempenho de diversas economias por serem formadoras das instituições formais e informais (NORTH, 2003). O entendimento da dinâmica ideológica de uma sociedade é fundamental para a compreensão de comportamentos coletivos. Uma ideologia se mantém enquanto for capaz de explicar a realidade em sua volta e não haver uma ideologia competidora com maior poder explicativo. Novas ideologias podem gerar a migração para a nova visão de mundo com abandono da visão antiga (GALA, 2003).

O Estado responde diretamente pela formação e manutenção das regras formais, na medida em que define e aplica o *enforcement* da sua base legal. Possui papel importante na performance das economias pois a estrutura de propriedade sobre a produção de uma sociedade é resultante do modelo dinâmico de interação dos governantes, que visam maximizar suas receitas definindo regras sobre a produção de seus constituintes, que cedem em troca se serviços como proteção e justiça (NORTH, 1981).

O limiar dessa sujeição está no razoável custo de oportunidade percebido pelos contribuintes. Se os contribuintes se sentirem na desvantagem, pagando altos tributos pelos mesmos serviços oferecidos por outro Estado ou, ainda, por algum arranjo diferente dentro do próprio Estado, haverá tendência de disposição do governante ou dissolução do governo. Quanto mais força tiverem os contribuintes em restringir as taxações do governo, mais eficiente é a estrutura de propriedade da economia. Por outro lado, será ineficiente quando os governos tiverem mais força, impondo regras de apropriação de excedentes, desestimulando produção de riqueza na economia (NORTH, 1981).

As instituições formais são as regras fundamentais de concorrência e cooperação que embasam os direitos de propriedade, a fim de maximizar a renda dos governos e diminuir o custo de transação por meio do fomento à produção máxima com conseqüente aumento da arrecadação de impostos (NORTH, 1981). Arranjos institucionais eficientes são aqueles que igualam o retorno privado ao retorno social das atividades econômicas, ou seja, estimulam seus agentes a empreenderem em atividades individuais, cujos retornos sociais sobreponham os custos sociais.

Tais arranjos são essenciais para a prosperidade das sociedades e seu sucesso depende tanto do estabelecimento de um sistema de propriedade bem definido como de instrumentos competentes de *enforcement* (NORTH; THOMAS, 1973). A definição e garantia dos direitos de propriedade estimulam o desenvolvimento de atividades econômicas, a acumulação de capital e conhecimento (GALA, 2003).

No ano de 1990, após estudar por mais de 20 anos a história do desenvolvimento de diversas economias, Douglass North abandona o estudo da evolução histórica das instituições, e enuncia o seu próprio modelo de desenvolvimento econômico (GALA, 2003), abordado mais adiante, considerando os seguintes pressupostos:

a) Incerteza

Considerada o conceito primário do modelo, a existência da incerteza prejudica e até mesmo impede as transações econômicas entre as pessoas, ao impossibilitar o conhecimento *ex ante* das possibilidades e assim fazer a melhor escolha para atingir soluções ótimas (NORTH, 1990).

b) Custos de transação

Derivado do conceito de incerteza, os custos de transação se dividem em dois tipos: (i) *measurement*, custos relacionados à dificuldade de se conhecer *ex ante* o objeto da transação em curso e à assimetria de informação; e, (ii) *enforcement*, custos relacionados a incertezas

dos agentes sobre a propriedade dos bens a serem transacionados, portanto, se configura em um problema de legitimidade da transação (GALA, 2003; NORTH, 1990).

c) Instituições

Base do modelo de North, as instituições surgem para reduzir os custos de transação ao mitigar problemas de incertezas, favorecendo a organização econômica e social e sua compreensão (NORTH, 1990). Divididas em (i) formais, compostas por leis e constituições formalizadas e escritas, instituídas por um governo ou agentes com poder de coerção; e (ii) informais, abrangendo normas e códigos de condutas, desenvolvidos pela própria sociedade (NORTH, 1990). Sztajn e Aguirre (2005) acrescentam que a diferença básica entre as duas se dá no processo de sua formação. É mais fácil identificar a origem das instituições formais pois elas são o produto de processo de escolha deliberada dos agentes. Já as instituições informais surgem de forma difusa, incorporadas no comportamento social dos indivíduos por meio de processos muitas vezes não identificados.

d) Organização

As organizações geram a dinâmica do modelo e são os principais agentes de uma sociedade. Elas surgem como resposta aos estímulos oferecidos pela matriz institucional num determinado tempo, interagindo entre si, com as próprias instituições e com as restrições econômicas. São divididas em órgãos políticos, econômicos, sociais e educacionais (NORTH, 1990). A performance econômica das sociedades e sua respectiva evolução institucional surgem a partir da interação das organizações com o ambiente (GALA, 2003), como explicado com mais detalhes no próximo item.

2.3.1 A dinâmica da matriz institucional e o modelo de desenvolvimento econômico de North (1990)

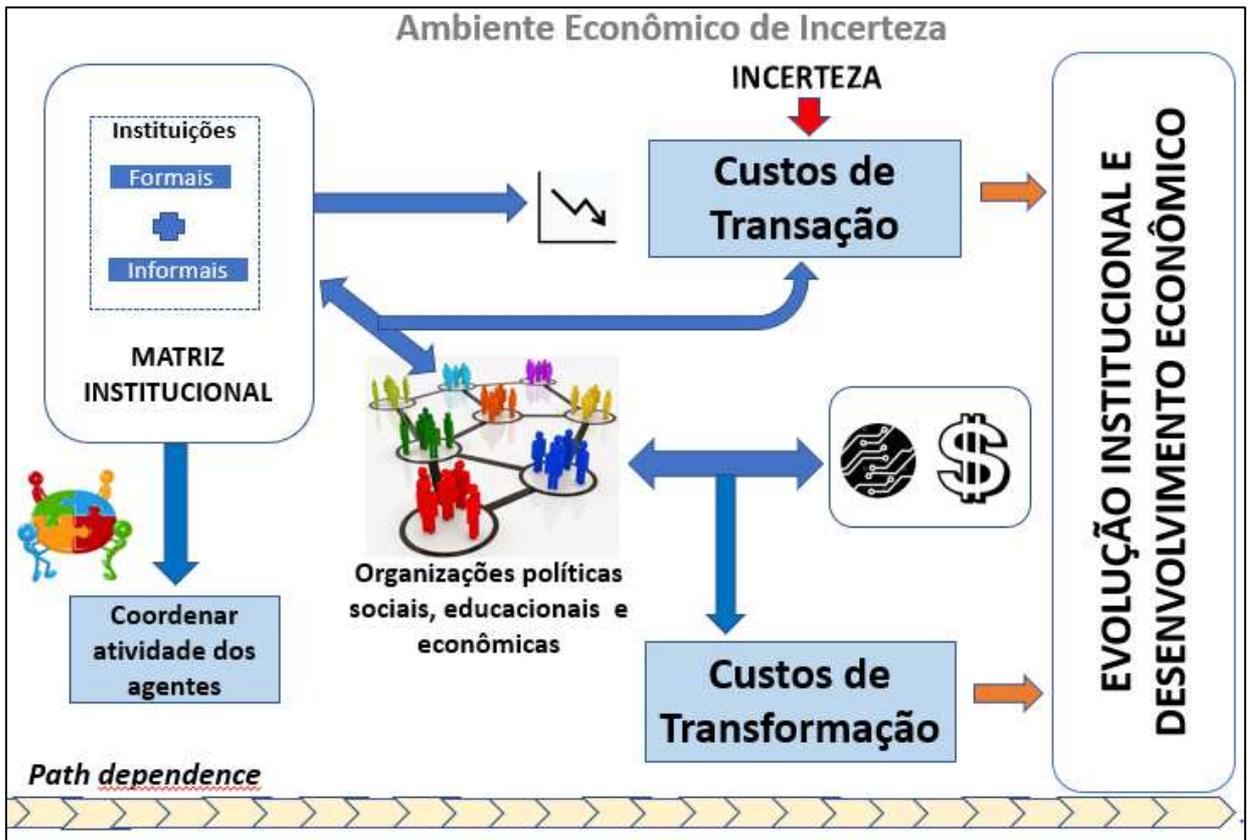
Para North (1990), a evolução das matrizes institucionais e sua repercussão econômica, política e social sintetizam a história da sociedade. Contendo instituições formais e informais de uma sociedade em determinado momento do tempo, a matriz institucional define os estímulos para os diversos agentes, em especial os econômicos (GALA, 2003). A mudança institucional ocorre quando uma organização, ao operar e calcular a relação custo-benefício, intervém na esfera política, buscando alterações de leis, normas e contratos (NORTH, 1990). O equilíbrio institucional ocorre quando, nas condições vigentes, nenhum dos agentes que operam no ambiente investe esforço para alterar regras formais e informais, ou seja, as instituições (NORTH, 1990).

Outro conceito importante na dinâmica institucional é o de *path dependence*, expressão utilizada para definir a significativa influência do passado sobre o presente e o futuro, desenvolvido por Paul David e Brian Arthur e apropriado por North para explicar por que soluções ineficientes podem persistir, mesmo por decisão dos agentes (GALA, 2003) . Uma vez em determinada trajetória, maior a tendência de nela permanecer. O início de um processo é determinante na forma como ele evoluirá, já que as possíveis escolhas do presente são completamente vinculadas às tomadas de decisão do passado. As mudanças institucionais são consequência desta dinâmica e acontecem de forma gradual, ao alterar pouco a pouco a estrutura de regras das sociedades (NORTH, 1990).

Após discutir os principais conceitos utilizados, pode-se sintetizar a Teoria do Desenvolvimento Econômico de North a partir da representação gráfica da Figura 01, cujas relações são explicadas da seguinte maneira:

- a incerteza é uma premissa do ambiente econômico;
- os custos de transação são consequência da incerteza;
- as sociedades desenvolvem instituições para reduzir custos de transação e coordenar as atividades dos agentes;
- as instituições podem ser formais ou informais;
- a matriz institucional representa o conjunto de regras de uma sociedade;
- a dinâmica dessa matriz será sempre *path dependente*;
- as organizações (políticas, econômicas, sociais e educacionais) surgem a partir de estímulos da matriz institucional; e,
- a evolução institucional e o desenvolvimento econômico são resultantes da interação das organizações entre si, das organizações com os recursos econômicos e tecnológicos, definindo o custo de transformação e das organizações com a própria matriz institucional, definindo os custos de transação.

Figura 01 – Modelo de desenvolvimento econômico de North (1990)



Fonte: elaborado pela autora (2021).

A partir da compreensão de que evolução da matriz institucional é um processo e que faz parte do seu desenvolvimento econômico de um país, é essencial entender como estas instituições impactam o ambiente econômico. A próxima seção apresenta em mais profundidade como as instituições formais podem influenciar a indústria de capital de risco.

2.4 A INFLUÊNCIA DAS INSTITUIÇÕES FORMAIS NO MERCADO DE CAPITAL DE RISCO

A atividade de capital de risco é considerada uma atividade bilateral, sendo impactada e recebendo influência tanto do lado da oferta, quando há desejo dos investidores em colocar dinheiro nos empreendimentos, quanto do lado da demanda, quando os empresários querem atrair esta forma de financiamento para sua empresa (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019).

Para Lohwasser (2020), a efetividade das instituições e a eficiência dos mercados financeiros aumentam a disposição do investidor fornecer capital e outros recursos. O autor argumenta que a robustez das instituições formais pode afetar a interação entre o investidor e as empresas de seu portfólio, bem como a quantidade de recursos fornecidos. Em países com instituições formais mais poderosas, espera-se que o investidor dedique mais recursos financeiros e atenção às empresas do portfólio, agregando valor ao negócio e fornecendo aos empresários acesso à sua rede profissional. Já nos países cujas instituições formais se mostram mais fracas, além de diminuir a quantidade de recursos, os investidores podem espalhar seu fundo em um portfólio mais amplo a fim de diminuir o risco de sua carteira. Podem também limitar o acesso à sua rede profissional e apoio gerencial aos empreendedores, restringindo o desenvolvimento do negócio e reduzindo o valor agregado à atividade (LOHWASSER, 2020).

Os prejuízos para a atividade em países com menor força institucional são variados. Primeiro, quando se trata de fundos de VC, os LPs podem ter expectativa de descontos ou prêmios como forma de compensar o risco e a incerteza adicional (LOHWASSER, 2020). Segundo, devido às incertezas potenciais, pode haver preferência por trabalhar com empresas estabelecidas em vez de empresas jovens inovadoras, pois a ausência de sólidas instituições formais prejudica a confiança na contratação e no cumprimento do contrato (LOHWASSER, 2020). Terceiro, os investidores podem preferir se envolver com empresas que não recebem recursos desse segmento, por perceberem menor risco, mesmo que o retorno também seja proporcionalmente menor. Instituições formais frágeis acabam por pressionar as margens das empresas financiadas por capital de risco, diminuindo o ritmo de seu crescimento e enfraquecendo a atividade (LOHWASSER, 2020).

Cumming, Henriques e Sardorsky (2016), analisando os impactos das instituições formais na atividade, destinada aos empreendimentos de “tecnologia limpa”, verificaram que regras econômicas, políticas e contratuais bem projetadas e aplicadas, ao reduzir o custo de transação, permitem que os investidores se sintam mais confiantes ao entenderem que os resultados gerados por tais tecnologias são valiosos para o governo, aumentando os benefícios potenciais esperados por eles.

A literatura aponta as instituições reguladoras, a qualidade das instituições governamentais e as condições do mercado financeiro como os subgrupos das instituições formais que mais influenciam a oferta e a demanda por capital de risco, e, por este motivo, os seus efeitos são discutidos a seguir.

2.4.1 Instituições reguladoras

As instituições reguladoras podem ser entendidas como o ambiente jurídico de um país e estão divididas em política fiscal e outros aspectos regulatórios. Elas são importantes porque afetam a extensão em que os contratos eficientes firmados entre o investidor e o empresário podem ser escritos e executados. Ambientes jurídicos fracos dificultam o cumprimento de contratos levando os investidores a optarem por participações diretas nas empresas, com uso de ações conversíveis, em vez utilizar contratos. Além disso, as avaliações e retornos de investimento são menores em ambientes jurídicos fracos (LERNER; TÂG, 2013).

2.4.1.1 Política fiscal

No âmbito da política fiscal, a literatura aponta os impostos sobre ganhos de capital e o imposto de renda corporativo como os arranjos fiscais que mais impactam a atividade de capital de risco (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). A política fiscal é um importante vetor institucional de desenvolvimento da atividade de capital de risco. Em diferentes períodos e contextos geográficos, um regime tributário favorável fortalece o desenvolvimento desta atividade. Conforme pontuam Lerner e Tåg (2013), o sistema tributário impacta o mercado de capital de risco de um país ao afetar a entrada do empreendedorismo, a demanda por capital e a contratação entre investidores e empreendedores.

2.4.1.1.1 Impostos sobre ganhos de capital

As alíquotas destes impostos se vinculam ao capital de risco de duas formas: alíquotas baixas estimulam o aumento da oferta de fundos de VC, pois aumentam os retornos pós-impostos, quando comparado a investimentos alternativos, e, também o aumento da demanda por este capital, pois essa situação pode motivar indivíduos mais talentosos a buscarem uma carreira empreendedora (POTERBA, 1989).

Gompers e Lerner (1999) descobriram que reduções nos impostos sobre ganho de capital nos EUA estimularam indivíduos a empreender, contribuindo para o desenvolvimento desta indústria nos anos 1980, em consonância com evidências semelhantes observadas por Cumming e Li, (2013). Armour e Cumming (2006) apresentam um oportuno exemplo desta relação negativa ocorrido do no fim da década de 1990 nos Estados Unidos, no qual uma

redução em 8% na alíquota deste imposto levou a um incremento do investimento em fundos de VC em estágio inicial de 1,3% do PIB.

Da Rin, Nicodamo e Sembenelli (2006) fizeram descobertas interessantes, analisando 14 países Europeus em um painel único: (a) alíquotas baixas sobre o ganho de capital corporativo impactam positivamente a atividade; (b) a redução da tributação no ganho de capital estimula, particularmente, investimentos em projetos de alta tecnologia, em estágios iniciais; (c) os impostos sobre ganhos de capital quando mais baixos que os pessoais estimulam empregados a se tornarem empresários.

Para Bedu e Montalban (2014), os altos impostos sobre ganhos de capital minam os incentivos para os investidores apoiarem as empresas, diminuindo, conseqüentemente, o número daquelas que recebem investimentos. Já Jeng e Wells (2000) relataram que, contrariando suas expectativas, não encontraram relação entre impostos sobre ganhos de capital e esta atividade, em um estudo que analisou 21 países, mas acreditam ser uma limitação metodológica de sua pesquisa, já que não encontraram boas variáveis para realizar esta medição.

2.4.1.1.2 Imposto de renda corporativo

Bonini e Alkan (2012), Schröder (2009) e Romain e van Pottelsberghe (2003) concordam que o elevado imposto sobre os rendimentos das empresas influencia negativamente o mercado. A baixa tributação corporativa aumenta o retorno para os investidores pois aumenta o valor presente do rendimento futuro (DA RIN; NICODANO; SEMBENELLI, 2006). Groh e Wallmeroth (2016) encontraram diferentes impactos do imposto de renda corporativo a depender do país investigado. Quando em economias emergentes, encontraram impactos negativos enquanto nos países desenvolvidos, prevaleceram efeitos desprezíveis.

De modo geral, os impactos tributários se correlacionam negativamente com a atividade de capital de risco e o empreendedorismo. Essa mesma relação é verificada quando impostos sobre os salários são muito altos. Tal cenário desestimula o emprego, aumentando a oferta de empresários (LERNER; TÅG, 2013).

2.4.1.2 Outros aspectos regulatórios

Além da política fiscal, a literatura destaca outro conjunto de elementos normativos e regulatórios que influencia o mercado de risco de um país, que compreende a estrutura do sistema jurídico, leis que tratam da proteção ao investidor, à propriedade intelectual, leis liberais de falências, regulamentação do mercado de trabalho e por fim, a regulamentação dos investimentos de fundos de pensão.

2.4.1.2.1 Estrutura do sistema jurídico

O sistema legal dos países tem sido atribuído como um importante determinante, ajudando a explicar a variação de desempenho desta atividade entre as nações. Desde quando introduzido por La Porta *et al.* (1997), o sistema legal, que inclui normas contábeis, de proteção ao investidor, de facilitação dos investimentos por fundos de pensões e regulamentação do mercado de trabalho, tem sido um dos determinantes do mercado de capital risco mais discutido (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). La Porta *et al.* (1997) dividem os esquemas jurídicos em quatro grupos que se diferem quanto ao nível de proteção aos direitos dos acionistas e credores: inglês, com tradição *common law*, francês, alemão e escandinavo, os três últimos com tradições no direito civil. A tradição inglesa é considerada a mais forte em proteções legais e a francesa a mais fraca.

Os achados de Bonini e Alkan (2012) validaram a influência mais benéfica do sistema inglês (*common law*) à atividade de capital de risco. Acompanhando 16 países durante sete anos, verificaram que a variação da atividade reflete as diferenças do sistema legal de cada um. Quando comparados os resultados da atividade de capital de risco, levando-se em conta seus respectivos sistemas jurídicos, aqueles países cujos sistemas estão baseados na tradição inglesa apresentam resultados significativamente superiores aos baseados nas tradições francesa, alemã e escandinava (BONINI E ALKAN, 2012).

Já Bedu e Montalban (2014) verificaram que as variáveis institucionais que ajudam a explicar o desenvolvimento de um mercado diferem ligeiramente entre os modelos de capitalismo e origens jurídicas adotados nos países. Nações que adotam o sistema jurídico escandinavo baseiam-se nos grandes mercados de ações e nos gastos públicos com P&D. Naquelas que adotam o modelo inglês de economias de mercado liberais, as variáveis que têm maior impacto na evolução dos fundos de VC são a alta proteção dos investidores e alíquotas de impostos favoráveis aos GPs.

2.4.1.2.2 Proteção ao investidor

La Porta *et al.* (1997) consideram que as normas legais de proteção do investidor e a qualidade de suas aplicações impactam significativamente o desenvolvimento de mercados de capital de risco pois influenciam a execução de contratos entre empreendedores e investidores, evitando a expropriação por parte dos empresários e aumentando a disposição dos investidores de entregar fundos em troca de direitos de participação, resultando na expansão deste mercado. Na mesma linha, Guler e Guillén (2010), analisando 216 empresas americanas de capital de risco que investiram durante 12 anos em 95 países, descobriram que a possibilidade de elas investirem em um novo país aumenta com o nível de proteção aos direitos dos investidores daquele país.

Com relação a isso, Groh e Wallmeroth (2016), utilizando-se de um painel do período compreendido entre 2000 e 2013, com 118 países, empregaram um índice de divulgação que abrange as obrigações de publicar informações relacionadas às transações financeiras em um sistema econômico. Eles descobriram que o impacto desta variável na atração do investimento como percentual do PIB é positiva e estatisticamente relevante. Bedu e Montalban (2014), analisando 18 países europeus e medindo a atividade pela proporção dos valores investidos em relação ao PIB, descobriram que o aumento de 1 (um) ponto no índice de proteção ao investidor resulta em um aumento do total de investimento entre 13 e 15 pontos percentuais.

2.4.1.2.3 Proteção à propriedade intelectual

A proteção da propriedade intelectual deve atrair o capital de risco pois protege parte da sua lógica de investimentos, que é capitalizar as inovações (GROH; WALLMEROOTH, 2016). Um país que tem capacidade de oferecer proteção à propriedade intelectual, por meio de leis seguras, protegendo os empreendedores da exploração de concorrentes, parceiros de negócios, fornecedores e investidores, aumenta o incentivo à inovação e, conseqüentemente, a participação deste tipo de investimento.

Em países onde a supressão de violação de patentes e de negócios enganosos é feita de forma eficaz, a probabilidade de empresas inovadoras atraírem este investimento e de crescerem mais rápido é maior pois, além de menor preocupação decorrente de litígios com terceiros, há significativa redução de incertezas ao lidar com empresas jovens (LOHWASSER, 2020). Por outro lado, quando a proteção aos direitos intelectuais é fraca, os

empresários preferem o financiamento bancário, a fim de resguardarem informações críticas do seu negócio (LERNER; TÅG, 2013).

2.4.1.2.4 Lei liberal de falência

A lei de falências versa sobre o regime que rege a liquidação de ativos para pagamento de credores, no caso da insolvência de empresas ou de indivíduos. A natureza e extensão das consequências da falência pessoal impactam na demanda por capital de risco, com efeitos *ex ante* e *ex post*. Os efeitos *ex ante* são verificados no desestímulo que leis de falência mais severas geram aos que pretendem empreender, aumentando o risco dos novos empresários, caso eles não consigam arcar com seus compromissos. Os efeitos *ex post* estão relacionados às dificuldades impostas aos empresários que fracassaram para reintegrarem à economia (ARMOUR; CUMMING, 2006).

Ideias arriscadas nem sempre têm sucesso e ambientes jurídicos tolerantes à falência estimulam a atividade (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Para Armour e Cumming (2006), a correlação entre esses dois fatores é positiva. Os autores destacam que a falência ocorre tanto por má gestão quanto por má sorte, e leis de falência menos liberais, que desabilitam legalmente empresários que fracassam a se engajarem novamente nos negócios, desestimulam severamente a demanda por capital de risco, reduzindo os investimentos no local. Nos países em que esse recomeço está disponível, os níveis de arrecadação dos fundos e os lucros são maiores. Conforme exemplificam estes autores, no fim da década de 1990, mudanças na lei de falência alemã, tornando-a mais complacente aos empresários, geraram um aumento destes investimentos em estágio inicial em relação ao PIB de 6,4% (ARMOUR; CUMMING, 2006).

2.4.1.2.5 Regulamentação do mercado de trabalho

A regulamentação do mercado de trabalho é considerada um dos entraves ao desenvolvimento do empreendedorismo pois, apesar de existirem em diversas formas, o aumento de custos para iniciar e desenvolver uma empresa é um elemento comum a todas elas (LERNER; TÅG, 2013). A influência dessa regulamentação na atividade de capital de risco foi um tema investigado por vários autores, que em sua maioria concluíram que um mercado de trabalho flexível pode influenciar positivamente esta atividade nos países (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019).

Os impactos dessas políticas influenciam especialmente o lado da demanda, regulando o número de empresários que buscam investimentos (LERNER; TÁG, 2013). A regulamentação rígida do mercado de trabalho pode criar uma barreira para os empresários pois aumenta os custos relacionados à entrada e ao crescimento da empresa, bem como da contratação de novos funcionários e de sua dispensa, caso seja necessário mais tarde (JENG; WELLS, 2000). Essa também foi a conclusão de Bonini e Alkan (2012) e Bozkaya e Kerr (2014).

A rigidez deste mercado é considerada um obstáculo ao crescimento do mercado, reduzindo a intensidade da sua atividade (ROMAIN; VAN POTTELSBERGHE, 2003). Jeng e Wells (2000) observaram que quanto maior a rigidez, menor a demanda por capital de risco por empreendimentos em fase inicial, em fases posterior, no entanto, não verificaram nenhum impacto. Eles explicam que nos estágios iniciais os empreendimentos possuem restrições de liquidez, com um fluxo de caixa irregular além de um risco maior de falência. Em um mercado de trabalho mais rígido, os custos de contratação e de dispensa dos funcionários são altos, criando dificuldades para o empregador.

Bozkaya e Kerr (2014) estudaram os impactos dessa regulamentação na atividade, na Europa, entre os anos 1990 e 2008, e descobriram que os efeitos seus variam conforme os tipos de seguro oferecido ao trabalhador, diferenciando-os entre regulamentos de proteção ao emprego e despesas de mercado de trabalho (ex.: seguro-desemprego). Concluíram que o tipo é mais importante que o nível de regulamentação. Países que adotaram as despesas de mercado de trabalho como forma de oferecer seguro ao trabalhador, apresentaram mercados de capital de risco mais fortes e desenvolvidos que aqueles que centraram suas atenções em regulamentos de proteção ao emprego (BOZKAYA E KERR, 2014).

2.4.1.2.6 Investimentos de fundos de pensão

A desregulamentação das atividades de investimentos por fundos de pensão impulsiona o mercado de capital de risco, aumentando a quantia disponível dos aportes (LERNER; TÁG, 2013). O grande montante que um fundo de pensão pode oferecer é uma vantagem para o GP, que pode levantar um alto investimento rapidamente, economizando tempo gasto também para manter seus investidores informados (JENG; WELLS, 2000).

O incremento do mercado de capital de risco dos Estados Unidos foi grande depois que o Departamento do Trabalho dos EUA autorizou os gestores de fundo de pensões a

investirem parte da carteira em fundos de capital de risco, aumentando o dinheiro disponível para este fim (LERNER; TÅG, 2013).

2.4.2 Qualidade das instituições governamentais

Este item discute a influência da intervenção direta (programas de governo), da estabilidade política e do controle da corrupção no mercado de capital de risco, além de apresentar o caráter contingencial das instituições informais sobre as dimensões do Índice Mundial de Governança, desenvolvido por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2009).

2.4.2.1 Intervenção direta

Armour e Cumming (2006) encontraram efeitos negativos da atuação direta do governo. Quando na formação de fundos para investimento, os autores argumentam que nos países onde a porcentagem de arrecadação de fundos do governo é maior que a dos fundos privados, os valores das saídas tendem a ser menores, ou seja, o valor dos empreendimentos tende a diminuir. Quanto aos programas de investimento direto, há a substituição do capital privado pelo público. Eles concluem que a atuação direta do governo inibe a atividade de capital de risco de um país (ao invés de expandi-la) e que os fundos governamentais expulsam os fundos de VC privados.

Jeng e Wells (2000) argumentam que além de os investimentos do governo dificultarem o desenvolvimento de um setor privado, é discutível a capacidade dos governos em selecionar os empreendimentos saudáveis. Ainda, os empreendimentos financiados pelo governo são menos sensíveis à abertura de capital em bolsas de valores, sugerindo que os governos podem estar dispostos a financiar antecipadamente projetos que não interessam ao setor privado.

2.4.2.2 Estabilidade política

A estabilidade política é um aspecto fundamental para a atração de investimento estrangeiros, uma vez que os investidores querem se certificar, de antemão, que o retorno do investimento não será expropriado. As instituições políticas devem ser estáveis para reduzir a ansiedade dos investidores quanto a mudanças futuras em regras e regulamentos que possam lhes prejudicar (GULER; GUILLÉN, 2010).

As empresas tendem a evitar incertezas ao realizarem seus negócios. Conforme observam Bonini e Alkan (2012), sob a ótica de um investidor estrangeiro, os órgãos políticos são os principais causadores de incerteza. O risco político é uma característica estrutural de um país que pode ser mudada com o tempo. É definido pela rápida mudança que ocorre em regulamentos e tributação, criando instabilidade e desconfiança nos investidores. Portanto, o risco político deve ser mitigado para aumentar a entrada de capital estrangeiro posto que a estabilidade política é pré-requisito para o desenvolvimento deste mercado.

2.4.2.3 Controle da corrupção

O controle da corrupção é um tema controverso. A medida de corrupção adotada por Bonini e Alkan (2012) é bem ampla e considera a corrupção realizada ou potencial. Estão compreendidas as ações excessivas nas formas de patrocínios, “economia de relacionamento” nepotismo, reserva de empregos, financiamento de partidos secretos, controles ineficientes para a economia do estado e incentivos e desenvolvimento de mercado negro. Surpreendentemente, estes autores encontraram relação negativa deste controle. O alto controle da corrupção diminui o investimento em estágios iniciais. Eles atribuem esse achado à provável ruído na coleta de dados.

Porém, esta relação negativa também foi encontrada por Hain, Johan e Wang (2016). Estes autores constataram indícios de que quando a corrupção é impulsionada pelo mercado, ela pode ter um impacto positivo na atividade em países com instituições formais rígidas e estruturas ineficientes, como as de muitos países emergentes. Eles explicam que a corrupção pode ser uma forma de facilitar os acordos e fechar negócios e torna-se um recurso-chave para quem sabe lidar com ela, entendimento ratificado por Groh e Wallmeroth (2016).

Por outro lado, utilizando informações de um painel formado pelos países participantes da Comunidade Econômica dos Estados da África Central, obtidas entre os anos 2002 e 2018, Kombo e Koumou (2021) verificaram que o controle da corrupção é considerado a força motriz do desenvolvimento financeiro destes países e que os esforços destinados ao seu combate estimularam a oferta e demanda de serviços financeiros. Li e Zahra (2012), utilizando exemplo de corrupção do judiciário na execução de contratos, pontuam que a corrupção traz instabilidade política, reduz a eficiência das empresas e dos governos, distorce a economia e o investimento financeiro e aumenta os custos de transação em relação aos ambientes onde as leis contratuais são eficazes.

Atestando a relação negativa desta variável com a atividade verificada em economias emergentes, Hain, Johan e Wang (2016) verificaram que, no geral, níveis baixos de corrupção atraem a atenção de capital estrangeiro e os investidores internacionais consideram os países que apresentam baixos níveis de corrupção como possibilidades de investimentos.

2.4.2.4 Caráter contingencial das instituições informais

Desenvolvido por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2009), o Índice Mundial de Governança facilita significativamente a comparação do desenvolvimento institucional entre países e ao longo do tempo. Ele é composto por seis dimensões institucionais formais: (i) eficácia do governo, que mede a qualidade da burocracia entre outras coisas; (ii) qualidade das políticas regulatórias, (iii) estado de direito e direitos de proteção à propriedade, (iv) estabilidade política, (v) voz e responsabilidade, por exemplo, acesso público à informação e liberdade de expressão, e (vi) controle de corrupção.

Dois dos estudos aqui abordados utilizaram este índice para medirem os impactos de suas dimensões na atividade de capital de risco em diversos países. Li e Zahra (2012) verificaram que o desenvolvimento institucional formal se correlaciona positiva e significativamente com a atividade, mas apresenta dependência de restrições culturais informais, corroborando o entendimento de North (1990) sobre a evolução institucional. Consideraram os resultados importantes para a formação de políticas públicas de estímulo à atividade e de promoção ao empreendedorismo, especialmente para países emergentes e em desenvolvimento. Os autores deixam claro o caráter contingencial das instituições informais, exercendo influência sobre as formais.

Cumming, Henriques e Sardorsky (2016) descobriram que a atividade de capital de risco é positivamente relacionada ao índice. Indo além, quando os investimentos são direcionados a empreendimentos de tecnologias limpas, os autores encontraram diferentes graus de impacto entre dimensões, destacando-se a eficácia do governo, com maior peso. Controle da corrupção, qualidade das políticas regulatórias e voz e responsabilidade também foram indicados como elementos importantes para promoção da atividade.

2.4.3 Condições do mercado financeiro

Vários estudos sugerem que mercados financeiros ativos impactam positivamente a atividade de capital de risco e a probabilidade de sucesso das empresas investidas. Portanto,

os investidores e fundos podem estar dispostos a investirem mais capital e outros recursos não financeiros ao vislumbrarem um retorno substancial na saída do investimento. A eficiência dos mercados ajuda na rapidez com que os recursos são direcionados aos destinatários mais valiosos, além de serem especialmente benéficos para os empreendimentos mais inovadores, e, portanto, mais arriscados (LOHWASSER, 2020).

Conforme destacam Da Rin, Nicodano e Sembenelli (2006), mercados de saída viáveis ampliam o retorno esperado para os investidores e empreendedores. Mercados de ações específicos para empresas empreendedoras são um canal de saída lucrativo e possuem efeitos significativos nas taxas de inovação. Assim, espera-se que as taxas de inovação aumentem com políticas para criação de mercados de ações direcionados a empresas empreendedoras.

2.4.3.1 Desenvolvimento do mercado de ações

Como um instrumento financeiro, o desempenho do capital de risco depende da intensidade e solidez do mercado financeiro em que atua. Um mercado financeiro vibrante é fundamental para se obter sucesso nas saídas de investimento, retornando lucro e riqueza para os investidores (SCHRÖDER, 2009). A alta rotatividade do mercado de ações sugere maior grau de liquidez e, portanto, maior eficiência desse mercado (LOHWASSER, 2020), fator determinante principalmente para o investimento em estágio inicial (SCHRÖDER, 2009).

Para Félix, Gulamhussen e Pires (2007), o aumento da capitalização corresponde à expansão de recurso para o capital de risco e espera-se, com isso, o consequente aumento da demanda. Reflete as expectativas positivas de investidores e empreendedores na economia e cria condições mais favoráveis para os investidores. Um dos primeiros estudos sobre este tema foi feito por Black e Gilson (1998), que sugere que a maior intensidade e o maior retorno dos investimentos estão presentes nos países que possuem maior relação de capitalização do mercado de ações em relação ao PIB. Na mesma linha, Schertler (2003) descobre que o desenvolvimento de mercados de ações tem impacto positivo e significativo sobre os investimentos em estágio inicial.

2.4.3.2 Atividade de IPO

A saída do investimento é uma característica da atividade, já que os investimentos costumam ter prazos estipulados (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). A oferta pública inicial (*Inicial Public Offering* ou IPO), é considerada um mecanismo crucial para o

desenvolvimento dos mercados e costuma ser um dos recursos preferidos pelos capitalistas de riscos sacarem seus investimentos (BLACK; GILSON, 1998; CUMMING; HENRIQUES; SADORSKY, 2016; FÉLIX; GULAMHUSSEN; PIRES, 2007).

Black e Gilson (1998) acharam uma relação positiva entre a abertura de IPOs e a captação de fundos de capital de risco nos anos seguintes ao seu lançamento, nos EUA. Encontraram evidências de que as IPOs desencadeiam um aumento de arrecadação dos fundos internacionais de VC no ano seguinte. Para Bonini e Alkan (2012), o lançamento de IPOs beneficia especialmente os investimentos em estágio inicial, entretanto, Jeng e Wells (2000) verificaram que os investimentos em fase posterior respondem fortemente às IPOs. Mas essa relação não é observada quando o fundo de VC é estatal, qualquer que seja a fase do investimento. Segundo estes autores, os investimentos governamentais são menos sensíveis a IPOs.

Jeng e Wells (2000) consideram as IPOs um dos principais determinantes da atividade de capital de risco. Um aumento na oferta de IPOs aumenta simultaneamente a oferta e a demanda por recursos pois encoraja os empresários que pretendem retomar o controle de sua empresa e, também, os investidores, ao perceberem a existência de um mecanismo de recuperação de seus investimentos. A abertura do capital permite o retorno dos investimentos ao investidor bem como potencializa a reconfiguração do controle da empresa, retornando para os empresários já que, normalmente, as cotas negociadas se dispersam numa IPO, criando incentivos maiores para estes (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Uma prática de sucesso, ainda pouco explorada, é levar empresas que se situam em países cujos mercados ainda não são bem desenvolvidos para se lançarem em mercados pujantes de IPOs (JENG; WELLS, 2000).

2.4.3.3 Venda estratégica ou *trade-sale*

O desenvolvimento do *trade-sale* foi abordado pela primeira vez como determinante para estimular o capital de risco por Félix, Gulamhussen e Pires (2007). Segundo os autores, essa forma de desinvestimento, que se caracteriza pela venda estratégica para outras empresas do mesmo setor, tem muita expressão nos países europeus, com impactos positivos, mas não necessariamente para estágios iniciais. A existência de um mercado de *trade-sale* dá suporte aos capitalistas de risco mesmo quando a dinâmica de IPOs é fraca. De acordo com Groh e Wallmeroth (2016), este mercado é considerado determinante para a atividade para qualquer nível de desenvolvimento do país, entretanto, com impactos reduzidos em países emergentes.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo está subdividido em duas seções. A primeira apresenta os aspectos epistemológicos da pesquisa e a segunda, explica os passos operacionais utilizados para a obtenção e a análise dos dados.

3.1 ABORDAGEM, TIPO E DESENHO

A abordagem qualitativa foi adotada nesta pesquisa de forma a obter informações para a compreensão do tema em sua complexidade. Conforme Minayo (2001), esta abordagem, em ciências sociais, trata um nível de realidade não quantificável, que não pode ser reduzida à operacionalização de variáveis, trabalhando com significados, valores, crenças e atitudes. Considerada “naturalística”, é de fundamental importância que as pessoas sejam observadas em seu próprio território e a interação com elas utilize sua linguagem e seus termos usuais (KIRK; MILLER, 1986).

Por ser uma pesquisa interpretativa, é necessário que o investigador esteja envolvido em uma pesquisa fundamentada, com intensiva experiência dos participantes (CRESWELL, 2009). Martins (2004) destaca que as metodologias utilizadas nesta abordagem privilegiam os microprocessos, estudando ações sociais de um indivíduo ou de um grupo de indivíduos, realizando um exame amplo e profundo dos dados (MARTINS, 2004).

Assim, esta pesquisa pode ser classificada como exploratória pois, conforme Stebbins (2008), é o tipo adequado quando os pesquisadores possuem pouco ou nenhum conhecimento científico sobre o objeto que se deseja examinar. Na mesma linha, Gil (2008) argumenta que a pesquisa exploratória é realizada principalmente quando a formulação de hipóteses sobre um tema é dificultada devido ao pouco conhecimento sistematizado a respeito deste. Desse modo, a pesquisa exploratória tem o objetivo de proporcionar uma visão geral acerca de determinado fato. Creswell (2009) esclarece que este tipo de abordagem é necessário quando o tema for novo ou quando as teorias existentes contemplam determinada amostra ou grupo de pessoas específica do estudo (CRESWELL, 2009).

Quanto ao desenho da pesquisa, utilizou-se o painel de especialista, composto por indivíduos bem-informados, também conhecido por informantes-chave, pois possuem um conhecimento profundo e amplo sobre o tema específico, conforme destaca Bisol (2012). Fetterman (2008) acrescenta que, em alguns casos, estes informantes podem oferecer

perspectivas completamente diferentes da mesma situação, baseados em suas diferentes funções, possibilitando a compreensão de múltiplos pontos de vista (FETTERMAN, 2008).

3.2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O painel de especialistas foi composto por onze informantes-chave, sendo eles atores que pertencem ao campo de investimento risco, como investidores, gestores ou especialistas de capital de risco, que atuam ou já atuaram no Brasil, cujas experiências e expertises são fundamentais para responder à questão desta pesquisa. Para a seleção dos participantes, foram utilizadas indicações fornecidas por especialistas da área que já faziam parte da rede relacional da pesquisadora. A partir de então, alguns entrevistados também indicaram outros participantes. Todos os contatos com os possíveis participantes foram realizados por meio do aplicativo de mensagens *Whatsapp*. Das 16 pessoas convidadas, 11 delas participaram do estudo.

Os dados da pesquisa foram coletados por meio de entrevistas em profundidade, pela qual entende-se o tipo de entrevista cujo objeto é constituído pela vida, experiências, ideias e valores de um indivíduo, com o objetivo de se englobar os mais variados aspectos de sua experiência como também os cognitivos (CABALERO, 2019). Uma das vantagens da entrevista em profundidade é a identificação de opiniões, atitudes e valores do respondente ao apresentar sua linha de argumentação, permitindo que o entrevistador faça as devidas associações e interpretações (OLIVEIRA *et al.*, 2009).

As entrevistas aconteceram de forma virtual, utilizando o aplicativo de videoconferência *Google Meet*, conferindo segurança aos participantes devido à eliminação do risco de contágio por Covid-19, além de proporcionar agilidade ao processo. Os conteúdos audiovisuais foram gravados com o consentimento dos participantes e tiveram duração média de 54 minutos. Após a gravação, as entrevistas foram transcritas e submetidas aos participantes para validação. Conforme constataram Oliveira *et al.* (2009), o nível de eficácia das entrevistas aplicadas de forma *on-line* e presencialmente são iguais, além de as primeiras serem mais rápidas, demandando menos tempo dos indivíduos.

O projeto foi submetido ao Comitê de Ética em Pesquisa com Seres Humanos da Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), obtendo aprovação no dia 06 de setembro de 2021.

Ao início de cada entrevista, foram explicados aos entrevistados o objetivo e a relevância da pesquisa, a importância de sua colaboração, bem como garantida a

confidencialidade. Além disso, nesse momento foi apresentado a cada um deles o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE) para preenchimento. As perguntas da entrevista foram abertas (ver Apêndice I), buscando captar a percepção dos entrevistados quanto aos impactos das instituições formais brasileiras na atividade de capital de risco.

As entrevistas foram semiestruturadas por serem adequadas aos estudos qualitativos, caracterizando-se pela maior flexibilidade e possibilidade de melhor entendimento do entrevistado (FRASER; GONDIM, 2004). Para validação do instrumento junto à população selecionada, foram aplicados dois pré-testes do roteiro com dois informantes-chave que, conforme pontua Ogden (2008), são uma categoria especial de participante que conhece e compreende a informação buscada pelo pesquisador e podem representar a opinião de um grupo maior. Com o instrumento validado, seguiu-se para a aplicação das entrevistas.

A análise temática foi o método escolhido para analisar os dados obtidos. Conforme pontuam Maguire e Delahunt (2017), ela busca a identificação de padrões ou temas dentro de dados qualitativos, sendo que os temas emergentes se tornam as categorias de análise. Fereday e Muir-Cochrane (2014) acrescentam que os temas que surgem são importantes para a descrição do fenômeno e encontrá-los exige leitura cuidadosa e releitura dos dados.

A análise foi feita obedecendo a metodologia proposta por Braun e Clarke (2006), que compreende seis etapas, a saber:

1. Familiarização com os dados, que consiste em ler e reler as transcrições, anotando as primeiras impressões;
2. Geração de códigos iniciais, fase na qual começa-se a organizar os dados de forma sistematizada;
3. Pesquisa de temas, a fim de capturar algo significativo sobre os dados que remeta à questão da pesquisa;
4. Análise dos temas, fase na qual se revê, modifica e desenvolve-se temas preliminares, identificados na fase anterior, reunindo todos os dados que são úteis a cada tema. Nesta fase, faz-se o julgamento da adequação e robustez que os dados conferem ou não aos temas predefinidos;
5. Definição dos temas, etapa na qual realiza-se o refinamento final dos temas, identificando a essência de cada um e como eles se relacionam com os outros temas;
6. Redação, última etapa que consiste em elaborar algum tipo de relatório, neste caso, uma dissertação.

Para ampliar o rigor do estudo, foi checada a validade, ou seja, foi feita a verificação da exatidão dos resultados aplicando determinados procedimentos, e averiguada a

confiabilidade dos resultados, verificando se a abordagem empregada tem consistência entre diferentes projetos e pesquisadores (CRESWELL, 2009). De acordo com Miller (2008a), a validade se refere à solidez de um estudo, na qual os procedimentos de pesquisa são transparentes e coerentes, os resultados evidentes e as conclusões convincentes.

A confiabilidade, na visão de Miller (2008b), pode ser identificada pela coerência metodológica na análise, coleta e interpretação de dados, pela verificação inicial e contínua de resultados e análises com os participantes do estudo e pela descrição transparente dos procedimentos e questões relativas à pesquisa, que contribui para a criação de protocolos de replicação. Mas o autor deixa claro que devido à natureza subjetiva da pesquisa qualitativa, que é carregada de singularidades, a repetibilidade nem sempre é possível e nem sempre é desejável.

A técnica utilizada para a validação dos dados foi a *member checkin*, na qual o próprio indivíduo entrevistado valida os resultados, permitindo aos participantes a confirmação ou negação da precisão e interpretação de dados, de forma a garantir a exatidão dos relatos dos participantes (CANDELA, 2019). Para tanto, a transcrição da entrevista foi apresentada para o participante que a validou, avaliando se as descrições e interpretações estavam completas, justas e reais.

O Quadro 01 apresenta o processo realizado para a elaboração das perguntas da entrevista. Neste processo, inicialmente buscou-se identificar os principais impactos das instituições na atividade de capital de risco, apontados pelos principais autores que abordaram o tema. Em seguida, a fim de alcançar os pressupostos do estudo, procedeu-se à sintetização das conclusões dos autores. Finalizando o processo, as perguntas foram elaboradas de modo a responder o objetivo geral e os específicos, retomados abaixo.

Objetivo geral:

Compreender o papel das instituições formais brasileiras no desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil, sob a perspectiva do investidor.

Objetivos específicos:

1. Identificar as instituições formais que influenciam o mercado de capital de risco brasileiro, na percepção do investidor;
2. Compreender como o arranjo institucional brasileiro influencia a oferta de capital de risco e o processo decisório do investidor;
3. Identificar os pontos fortes e os pontos fracos do arranjo institucional brasileiro, na percepção do investidor; e,

4. Entender como o investidor percebe a atuação das instituições formais brasileiras no estímulo a entrada de capital estrangeiro na atividade de capital de risco.

Quadro 01- Sistematização para elaboração das perguntas da entrevista

Grupo	Instituição	Autores que abordaram o tema	Resumo	Pressupostos	Perguntas	Obj.
Instituições regulatórias	Imposto de renda	Cumming e Li (2013); Groh e Wallmeroth (2016); Bedu e Montalban (2014); Bonini e Alkan (2012); Schröder (2009); Romain e van Pottelsberghe (2003).	Alíquotas menores de impostos sobre renda e sobre ganho de capital estimulam o mercado, aumentando a oferta, pois aumenta o retorno sobre o investimento e a demanda, encorajando empregados talentosos a se tornarem empresários.	Regime tributário favorável estimula a demanda e a oferta de capital de risco.	Como o sistema tributário brasileiro influencia o capital de risco?	1, 2, 3
	Imposto sobre ganho de capital	Bedu e Montalban (2014); Da Rin, Nicodano e Sembenelli (2006); Jeng e Wells (2000); Gompers e Lerner (1999).				
	Regulamentos do mercado de trabalho	Groh e Wallmeroth (2016); Bedu e Montalban (2014); Cumming e Li (2013); Félix, Gulamhussen e Pires (2007); Bonini e Alkan (2012); Da Rin, Nicodano e Sembenelli (2006); Romain e van Pottelsberghe (2003); Schertler (2003); Jeng e Wells (2000).	A rigidez de leis e normas do mercado de trabalho desestimulam a atividade, diminuindo sua demanda pois aumenta o risco de abrir um novo negócio e o custo de contratação de empregados.	Leis rígidas de mercado de trabalho impactam negativamente a atividade de capital de risco.	Qual a sua opinião a respeito das leis e normas que regulamentam o mercado de trabalho brasileiro quanto ao estímulo ao capital de risco?	1, 2, 3

Fonte: elaborado pela autora (2021), (continua).

Grupo	Instituição	Autores que abordaram o tema	Resumo	Pressupostos	Perguntas	Obj.
Instituições regulatórias (continuação)	Estrutura do sistema jurídico	Hain, Johan e Wang (2016); Bonini e Alkan (2012); Guler e Guillén (2010); Jeng e Wells (2000).	Países que possuem sua estrutura jurídica baseada no direito civil protegem menos os direitos do investidor e possuem maiores alíquotas de impostos, quando comparada a estrutura de países baseadas na tradição <i>common law</i> .	A estrutura jurídica adotada em um país influencia o desenvolvimento deste mercado e a atração de capital estrangeiro.	Qual a sua avaliação sobre as leis e normas brasileiras de proteção ao investidor e à propriedade intelectual na atração do capital estrangeiro?	1, 2, 3, 4
	Proteção ao Investidor	Cumming, Henriques e Sardorsky (2016); Groh e Wallmeroth (2016); Bedu e Montalban (2014); Jeng e Wells (2000).	Alta proteção ao investidor estimula o mercado e atrai capital estrangeiro.			
	Proteção à propriedade intelectual	Lohwasser (2020); Groh e Wallmeroth (2016) e Lerner e Tag (2013).	Leis eficazes estimulam o financiamento por capital de risco pois reduzem o risco de litígios e aumentam a confiança de investidores em empresas jovens.			
	Lei liberal de falências	Cumming e Li (2013); Armour e Cumming (2006).	Leis liberais de falência estimulam o mercado pois possibilitam o retorno de empreendedores que fracassaram.	Leis liberais de falência estimulam o mercado de capital de risco.	A seu ver, a forma como o Estado brasileiro trata as falências inibe ou estimula a atividade de capital de risco? Por quê?	1, 2, 3
	Investimento de fundos de pensão	Bedu e Montalban (2014); Jeng e Wells (2000); Gompers e Lerner (1999).	A desregulamentação das atividades de investimentos por fundos de pensão impulsiona o mercado, aumentando a quantia disponível dos aportes, facilitando o trabalho do GP.	Desregulamentação das atividades de investimentos por fundos de pensão impulsiona o mercado.	Quais são os impactos da desregulamentação de investimentos por fundos de pensão na atividade de capital de risco brasileira?	1, 2, 3

Grupo	Instituição	Autores que abordaram o tema	Resumo	Pressupostos	Perguntas	Obj.
Condições do mercado financeiro	Desenvolvimento do mercado de ações	Lohwasser (2020); Félix, Gulamhussen e Pires (2007); Bonini e Alkan (2012); Bonini e Alkan (2012); Li e Zahra (2012); Schröder (2009); Guler e Guillén (2010); Armour e Cumming (2006); Da Rin, Nicodano e Sembenelli (2006); Schertler (2003); Jeng e Wells (2000); Gompers e Lerner (1999); Black e Gilson (1998).	A alta rotatividade do mercado de ações sugere maior grau de liquidez e, portanto, maior eficiência desse mercado.	Mercados financeiros ativos impactam positivamente a atividade e a probabilidade de sucesso das empresas investidas.	Quão importante você considera o mercado de ações brasileiro para o desenvolvimento da atividade e atração de capital estrangeiro?	1, 2, 3, 4
	Atividade de IPO	Félix, Gulamhussen e Pires (2007); Bonini e Alkan (2012); Jeng e Wells (2000); Gompers e Lerner (1999); Black e Gilson (1998).	Um aumento na oferta de IPOs aumenta simultaneamente a oferta e a demanda por capital de risco pois encoraja os empresários que pretendem retomar o controle de sua empresa e, também, os investidores, ao perceberem a existência de um mecanismo de recuperação de seus investimentos. Atração de investimento estrangeiro.	Mercado vibrante de IPO aumenta simultaneamente oferta e demanda por capital de risco e atrai investimento estrangeiro.		
	Atividade de M&A (opções de saída)	Groh e Wallmeroth (2016); Félix, Gulamhussen e Pires (2007).	A existência de um mercado de <i>trade-sale</i> dá suporte aos capitalistas de risco mesmo quando a dinâmica de IPOs é fraca. Este mercado é considerado determinante para a atividade para qualquer nível de desenvolvimento do país, entretanto, com impactos reduzidos em países emergentes.	A IPO é a prática de saída preferida ao <i>trade-sale</i> .	Qual é a prática de saída mais comum no Brasil? Ela é a mais adequada para o desenvolvimento do capital de risco, em sua opinião?	1, 2, 3

Grupo	Instituição	Autores que abordaram o tema	Resumo	Pressupostos	Perguntas	Obj.
Qualidade governamental	Estabilidade política	Cumming, Henriques e Sardorsky (2016); Hain, Johan e Wang (2016); Bonini e Alkan (2012); Guler e Guillén (2010).	A estabilidade política é fundamental para a atração de investimento estrangeiros pois reduz a ansiedade dos investidores quanto a mudanças futuras em regras e regulamentos que possam lhes prejudicar.	A estabilidade política é necessária para atrair investimento estrangeiro.	A estabilidade política é apontada pela literatura como um pré-requisito para a atração de investimento de risco estrangeiro. Qual a sua opinião sobre essa questão no cenário brasileiro?	1, 2, 3, 4
	Intervenção direta	Cumming e Li (2013); Armour e Cumming (2006); Da Rin, Nicodano e Sembenelli (2006).	A atuação direta do governo inibe a atividade de um país (ao invés de expandi-la) e que os fundos governamentais expulsam fundos de VC privados. É discutível a capacidade do governo em escolher empreendimentos saudáveis. Empreendimentos financiados pelo governo são menos sensíveis à abertura de ofertas públicas iniciais (IPOs).	A atuação direta do governo é ineficiente no desenvolvimento do mercado de capital de risco.	Como você avalia a intervenção do governo e os investimentos diretos governamentais na atividade de capital de risco?	1, 2, 3, 4
	Corrupção	Cumming, Henriques e Sardorsky (2016); Groh e Wallmeroth (2016); Bonin e Alkan (2012).	Níveis baixos de corrupção atraem a atenção de capital estrangeiro e os investidores internacionais consideram os países que apresentam baixos níveis de corrupção como possibilidades de investimento.	Controle eficaz de corrupção atrai investimento estrangeiro.	Como você avalia os sistemas de combate e controle à corrupção no ambiente de investimento no Brasil e, em particular, na atração do capital de risco estrangeiro?	1, 2, 3, 4

Grupo	Instituição	Autores que abordaram o tema	Resumo	Pressupostos	Perguntas	Obj.
Qualidade governamental (continuação)	Caráter contingencial das instituições informais	Li e Zahra (2012).	Desenvolvimento institucional formal possui impacto positivo e significativo na atividade, mas apresenta dependência de restrições culturais informais. O caráter contingencial das instituições informais, exerce influência sobre as formais.	As instituições formais são influenciadas pelas instituições informais de uma sociedade.	Em sua opinião, além das regras, normas, e sistemas existentes, quais outros fatores você considera importante para a formação e o desenvolvimento de um mercado de capital de risco?	1, 2, 3, 4

Fonte: elaborado pela autora (2021).

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo dedica-se à análise e à discussão dos resultados obtidos por meio das entrevistas. O conteúdo das entrevistas foi examinado e estruturado de modo a atender o objetivo principal deste estudo.

Para facilitar a compreensão, os resultados são analisados e apresentados de acordo com os objetivos específicos deste estudo. Assim, o capítulo está organizado em quatro seções, sendo que cada uma refere-se a um objetivo específico. Cada seção é apresentada de acordo com o item 2.4 deste estudo: Instituições reguladoras, Qualidade das instituições governamentais e Condições do mercado financeiro.

A heterogeneidade do grupo entrevistado permitiu extrair as mais variadas percepções acerca da atuação das instituições brasileiras e seus impactos no mercado de capital de risco. Cumpre destacar que todos os relatos representam tão somente a percepção dos participantes, não podendo ser atribuídos ou confundidos à opinião e percepção da pesquisadora, tampouco podem ser generalizados, pois a percepção compreende um fenômeno individual. O Quadro 02 apresenta o perfil dos participantes, respeitando o anonimato dos mesmos.

Quadro 02 – Relação dos entrevistados

Código	Categoria	Idade	Formação	Tempo de atuação no mercado de capital de risco (anos)	UF
E1	Investidor	44	Economia	5	MG
E2	Especialista	33	Administração	10	MG
E3	Especialista	34	Publicidade e Propaganda	8	SP
E4	Investidor	38	Administração	24	MG
E5	Investidor	41	Administração	8	MG
E6	Investidor	40	Administração	15	SP
E7	Gestor de fundo	52	Engenharia Elétrica	7	MG
E8	Gestor de fundo	43	Engenharia Mecânica	20	SP
E9	Investidor	71	Economia	12	RJ
E10	Gestor de fundo	28	Finanças	8	SP
E11	Investidor	38	Ciências da Computação	20	SP

Fonte: elaborado pela autora (2021).

Dos 11 entrevistados, cinco deles residem no estado de Minas Gerais, outros cinco no estado de São Paulo e um no estado do Rio de Janeiro. Entre as categorias, há seis

investidores, três gestores de fundos e dois especialistas em mercado de capital de risco. A média de idade é 42 anos e o tempo médio de atuação no setor é 12,5 anos. Interessante observar que sete participantes ingressaram nesse ambiente com até 26 anos de idade, e que aquele que possui mais tempo de experiência ingressou aos 14 anos, ainda sem formação acadêmica ou profissional. Quanto à formação profissional, quatro se formaram em Administração, dois em Economia, dois nas Engenharias, um em Finanças, um em Publicidade e Propaganda e um em Ciências da computação.

Entre os entrevistados, há nomes de referência no mercado nacional, de reconhecido saber, alguns ajudaram a elaborar projetos de lei para desburocratizar o setor, outros são investidores com experiências internacionais e, outros, ainda, contribuem atuando com o desenvolvimento de ecossistemas de inovação. A fim de lhes preservar a identidade optou-se por não informar no Quadro 02 a ocupação profissional de cada um. Os três gestores de fundos exercem profissionalmente essa função. Entre os dois especialistas, um é gerente de novos negócios de uma aceleradora e o outro trabalha em uma multinacional desenvolvendo relações entre investidores e *startups*.

Dentre os investidores, um é aposentado de uma empresa multinacional de tecnologia e atualmente investidor profissional, dedicando-se integralmente à gerência de sua carteira investimentos e os outros cinco acumulam a atividade com o papel de empreendedores. Entre esses há um CEO de uma aceleradora, um CEO de uma escola de inovação e um CEO de uma *startup* que já alcançou mercado internacional. À exceção de dois, que atuam somente como investidores-anjo, os demais atuam também via fundos de VC, como LPs.

As próximas seções apresentam os resultados das entrevistas, com as percepções dos entrevistados sobre impactos das instituições formais no mercado de capital de risco. Vale reiterar que tais percepções e relatos não devem ser atribuídos ou confundidos com a opinião desta pesquisadora.

4.1 INSTITUIÇÕES FORMAIS QUE INFLUENCIAM O MERCADO DE CAPITAL DE RISCO

Nesta seção, discute-se quais instituições formais exercem influência no mercado de capital de risco brasileiro, de acordo com a percepção dos entrevistados e verifica-se se há correspondência entre elas e aquelas apontadas pela literatura internacional. A forma como influenciam este mercado, no entanto, é amplamente discutida na seção seguinte.

4.1.1 Instituições reguladoras

Em meio às instituições reguladoras, é consenso entre os entrevistados que as instituições que possuem maior influência no mercado são o Sistema tributário e a Regulamentação do mercado de trabalho. E1 e E8 classificam o sistema tributário respectivamente como “insandecido tributário” e, “um dos piores do mundo”. E2, discorrendo sobre a regulamentação do mercado trabalhista, afirma que “a atual legislação trabalhista segue sendo um impedimento para contratação e atração de mão de obra, (...) Isso atrapalha a atuação do empreendedor”. Já de acordo com E11, “ela é uma limitadora para o crescimento do mercado”. Estas passagens ilustram a percepção geral dos participantes deste estudo. Outras também foram consideradas importantes para o mercado, conforme a discussão apresentada.

Sobre o sistema tributário, a literatura internacional aponta a grande influência da política fiscal no ambiente capital de risco, agindo por meio dos impostos sobre ganhos de capital e do imposto de renda corporativo, estimulando ou inibindo a atividade a depender das alíquotas aplicadas ao setor (GRILLI; LATIFI; MRKAJIC, 2019). Entretanto, no cenário nacional, estes pontos, especificamente, nem chegam a ser considerados, uma vez que o maior entrave é estrutural - a complexidade do sistema tributário. “O sistema tributário talvez seja a instituição que mais atrapalhe, por ser tão complexa, tomando muito tempo dos investidores que querem vir para o Brasil, imagina explicar a substituição tributária para um estrangeiro e ainda, que há várias exceções”. Esta fala do E6 representa a percepção de todos os pesquisados que o apontam como o maior obstáculo para o crescimento deste mercado.

Em consonância com os resultados obtidos no estudo de Lerner e Tåg (2013), cujo contexto social e econômico se diferencia do ambiente brasileiro, por se tratarem de dois países desenvolvidos – Estados Unidos e Suécia, os entrevistados percebem a regulamentação do mercado de trabalho como um entrave ao desenvolvimento do empreendedorismo. E3 e E9 classificam-na como inadequada e defasada, não atendendo às necessidades de um ambiente dinâmico, como o de inovação, por apresentar muita rigidez e por seu caráter protecionista. Na visão de parte dos entrevistados, leis e normas trabalhistas criam dificuldades para empreendedores, trabalhadores e investidores desta esfera, conforme entendimento de E2, E3, E7, influenciando negativamente o mercado.

La Porta *et al.* (1997) caracterizaram duas estruturas jurídicas que influenciam no ambiente de investimento – a baseada no direito civil e a que se assenta na tradição *common law*, mais benéfica ao cenário de investimentos. A estrutura do sistema jurídico não foi citada

diretamente como um fator de influência no mercado, mas é possível perceber seus aspectos nos diálogos com os entrevistados, que em linhas gerais, consideram-na problemática. E1, por exemplo, destaca que “muitas vezes o direcionamento das instituições formais são muito mais filosóficas do que pragmáticas, não correspondendo à demanda real da sociedade”, remetendo a comportamentos verificados em estruturas legais baseadas no direito civil. Somente uma fala de E5 refletiu a tradição *common law*, referindo à recente aplicação de jurisprudência que, diante da falta de leis específicas, protege os investidores de responsabilidades

As regulamentações que regem a proteção ao investidor (ou a falta delas) e a de proteção à propriedade intelectual foram consideradas incompletas e ineficazes, respectivamente. Para suprir a lacuna deixada por ambas, os investidores dedicam-se à elaboração de contratos, conforme argumenta E10: “os contratos são fundamentais. É o ponto onde vale a pena gastar tempo e recurso” e preferem negócios escaláveis¹, de acordo com E1, E10 e E11. Estes e outros efeitos estão detalhados na próxima seção e se diferem dos desdobramentos apontados pela literatura. Tal diferença pode se dar pela quantidade menor de dados, não permitindo certas inferências.

Na percepção dos entrevistados, as leis de falência influenciam o mercado de capital de risco brasileiro na medida em que são consideradas severas, excessivamente punitivas com as empresas e empresários que falharam, diminuindo, neste aspecto, a demanda por esse capital, em consonância com Armour e Cumming (2006). Apesar disso, é possível encontrar algum efeito positivo. Um destes efeitos é a valorização da experiência dos empreendedores que passaram pelo processo de falência, considerados resilientes e mais maduros pelos investidores. Outro efeito é a chance de compra estratégica, quando outras empresas percebem oportunidade de aquisição da empresa em falência e do seu time de funcionários. Esses efeitos não foram relatados pela literatura consultada.

A influência dos investimentos feitos por fundos de pensões não foi detectada neste estudo. Os entrevistados declararam não possuir conhecimento sobre este assunto, por não fazer parte do seu cotidiano, não se sentindo à vontade de comentá-lo. Outros compartilharam opiniões e impressões pessoais quanto à conveniência deste recurso no mercado de capital de risco.

¹ São denominados negócios escaláveis aqueles que apresentam significativo potencial de expansão, sobretudo, sem limites. Disponível em: “<https://endeavor.org.br/estrategia-e-gestao/escalabilidade/>”. Acesso em: 20 maio 2020.

4.1.2 Qualidade governamental

A intervenção direta do governo no mercado de capital de risco foi avaliada pelos entrevistados, que apresentaram aspectos positivos e negativos dessa atuação. Entre as críticas negativas, imperam a morosidade de seus processos, a má gestão de recursos e de execução de fundos, o desvio de finalidade de alguns fundos, a limitação de recursos não-financeiros oferecidos aos empreendedores e, por fim, a incapacidade do setor público para escolher bons projetos, conforme pontuam Jeng e Wells (2000). Como aspectos positivos, os entrevistados comentaram que o investimento público aumenta a disponibilidade de capital de risco no mercado e é complementar ao privado, pois alcança e fomenta setores e segmentos que muitas vezes não interessam aos fundos privados, devido ao alto risco. Assim, apesar de questionável qualidade, os fundos públicos expandem os recursos e o mercado brasileiro, ao invés de inibi-lo, conforme defendem Armour e Cumming (2006).

O sistema de controle e combate à corrupção brasileiro gerou respostas discordantes entre os entrevistados, assim como ocorreu na literatura internacional consultada. No geral, as respostas se dividiram em duas posições diferentes: há os que acreditam que o sistema falho de combate à corrupção afasta os investimentos em empresas que prestam serviços ou vendem produtos para o governo e suas estatais e, por outro lado, os que acreditam que a corrupção não é um fator que afugenta os investidores, seja porque já contabilizam esse risco no momento da decisão em investir, seja porque sentem segurança na CVM, com suas regras claras e rigorosas.

Os resultados obtidos aqui diferem dos achados de estudos internacionais, por apresentarem contextos distintos, não sendo possível verificar se o alto combate à corrupção diminui a atividade, conforme apontaram Bonini e Alkan (2012), Hain, Johan e Wang (2016), Groh e Wallmeroth (2016) e Kombo e Koumou (2021), uma vez que este sistema foi considerado ineficiente pelos entrevistados. Também não foi possível confirmar se níveis baixos de corrupção atraem capital estrangeiro, conforme defendem Hain, Johan e Wang (2016), pois o nível de corrupção não foi mensurado neste trabalho. Em contrapartida, verificou-se um alinhamento com o pensamento de Li e Zahra (2012), no qual a corrupção gera aumento de custos e reduz a eficiência de empresas e governos.

Corroborando com Guller e Guillén (2010), todos os participantes deste estudo concordaram que a estabilidade política é um fator de atração para o capital de risco estrangeiro e crescimento do mercado interno, mas o contexto brasileiro oferece justamente o contrário, por ser altamente conturbado, politicamente polarizado, com constantes mudanças

legislativas. É possível perceber que o ambiente político é a principal origem dessa instabilidade, confirmando os argumentos de Bonini e Alkan (2012), trazendo prejuízos ao mercado doméstico que muitas vezes é visto como uma oportunidade especulativa, diminuindo aportes que almejam o crescimento orgânico do setor e, ainda, criando barreiras de entrada a novos investimentos.

Apesar de este estudo focar nas instituições formais, o caráter contingencial das instituições informais brasileiras, exercendo influência sobre as formais ficou evidente nos argumentos dos entrevistados, que acreditam que a evolução das instituições formais resulta da interação constante da sociedade, com seus costumes e valores, em suas demandas para os governos e entidades, alinhados com North (1990) e Li e Zahra (2012). O incentivo à ciência e tecnologia (nas suas diversas formas) e a qualidade da educação de base, do ensino das ciências exatas e do empreendedorismo foram considerados fatores fundamentais para o fortalecimento da cultura empreendedora, com elaboração de políticas públicas eficientes no fomento da inovação, em completa consonância com Li e Zahra (2012).

4.1.3 Condições do mercado financeiro

Houve convergência nas respostas obtidas de que o mercado de ações brasileiro influencia positivamente a atividade de capital de risco, considerado um ponto forte no arranjo institucional do país, no que se refere ao desenvolvimento de um ambiente inovador, ao atrair investimento nacional e estrangeiro por oferecer segurança e possuir credibilidade, em consonância com os resultados encontrados por Schröder (2009). O número de IPOs e a disponibilidade de capital de risco cresceram nos últimos anos, confirmando as relações positivas observadas entre essas variáveis por Black e Gilson (1998) e Félix, Gulamhussen e Pires (2007), bem como o aumento simultâneo de oferta e demanda por capital de risco, pontuada por Jeng e Wells (2000). Contudo, não foi possível estabelecer em quais fases os empreendimentos mais se beneficiam dessa relação. Apesar do seu recente crescimento, a IPO, definitivamente, não é a principal forma de saída dos investimentos brasileiros, mas sim o *trade-sale*, confirmando a observação de Groh e Wallmeroth (2016).

A conjuntura econômica do país, entretanto, é um fator limitante ao crescimento do mercado de ações. A concorrência destes investimentos com aplicações de baixo risco, que pagam taxas de juros elevadas, foi considerada desestimulante para o desenvolvimento de inovação, principalmente considerando-se o baixo apetite ao risco dos investidores brasileiros.

4.2 INFLUÊNCIA DO ARRANJO INSTITUCIONAL BRASILEIRO NA OFERTA DE CAPITAL DE RISCO E NO PROCESSO DECISÓRIO DO INVESTIDOR

Como a configuração do arranjo institucional brasileiro influencia o processo decisório do investidor e a consequente oferta de recursos no mercado é o tema desta subseção, que se dedica a discutir as implicações de cada uma das instituições que compõem este arranjo no mercado nacional, confrontando-as com os achados internacionais.

Com poucas exceções, o arranjo institucional brasileiro é percebido como um fator que não estimula o investimento em capital de risco, principalmente por apresentar insegurança jurídica e instabilidade econômica e política, que se refletem no comportamento de suas instituições.

4.2.1 Instituições reguladoras

O sistema tributário nacional foi apontado como o maior entrave ao crescimento do mercado de capital de risco brasileiro. Muitos problemas foram levantados e eles parecem se originar da demasiada burocracia e a complexidade do sistema, que prevê tributos federais, estaduais e municipais (com regras diferentes entre os entes da federação e, ainda, muitas exceções e mudanças contínuas) dificultam a compreensão desse sistema por todos os seus participantes, inclusive pelos auditores fiscais que, não raramente, têm interpretações errôneas, prejudicando as empresas, como pontua E1. Tal complexidade e burocracia tomam tempo de empreendedores e oneram empresas e fundos de investimento que, para cumprir a lei utilizando processos otimizados, precisam dispor de profissionais especializados em “traduzir” e aplicar da melhor forma as inúmeras normas deste “ensandecido tributário”, conforme adjectivou o participante.

E6 afirmou que “a falta de conhecimento do sistema gera custos indevidos”, ao utilizar exemplo próprio de um pagamento de alto valor de determinado imposto efetuado desnecessariamente, pois se desconhecia uma isenção que se aplicava àquela modalidade de transação. E10 observou que, em alguns segmentos, a complexidade do sistema tributário brasileiro protege o empresariado já estabelecido por ser uma barreira natural para novos entrantes. Entretanto, pelo mesmo motivo, dificulta o estabelecimento de novos segmentos que impulsionariam o desenvolvimento econômico e social do país.

As alíquotas que incidem de formas diferentes entre os setores da economia, chamada por E8 de “discriminação tributária”, foram consideradas nefastas à economia - nas palavras

do participante, ao empreendedor e ao investidor pois, de acordo com seus argumentos, “elas criam vocações artificiais e punem segmentos inteiros”, afastando investimentos. Ilustrando sua colocação, E8 diz que o Brasil é o país do agronegócio porque paga, em média, 2,3% de imposto, enquanto os tributos incidentes sobre a indústria chegam a ser 70%. Com certo ceticismo, esse participante acredita que tal quadro demorará a se transformar, visto que as pessoas que elaboraram e discutem a reforma tributária, em andamento, não possuem conhecimento suficiente para debater sobre o assunto. Esta percepção é compartilhada também por E7.

Referindo-se às pequenas empresas, E1 apontou que a forma de tributação aplicada a este segmento é punitiva, uma vez que os principais tributos incidem sobre o faturamento, independente do resultado financeiro e econômico obtido no fim do período, desmotivando o reinvestimento e crescimento dessas empresas e, conseqüentemente, o investidor. A falta de incentivos fiscais também foi considerada como um desestímulo à atividade empreendedora de inovação por E3. Na percepção dele, parece haver incentivos contrários ao fomento de certos tipos de setores. Ele cita o exemplo do projeto de lei elaborado para tributar consumidores e empresas que utilizam energia solar, aumentando o risco para um segmento que deveria ser estimulado devido à sua repercussão socioambiental, desencorajando novos empreendedores e investidores. Além disso, ele acredita que, por meio da tributação, é possível se estimular o surgimento de mais empreendedores, pensamento alinhado com os achados de Lerner e Tåg (2013).

O participante E4 fornece vários argumentos que reforçam sua percepção de ser um sistema “extremamente problemático”, criando diversas dificuldades para empreendedores e investidores. Ele cita um estudo do Banco Mundial que estabeleceu indicadores para medir a complexidade tributária de vários países, no qual o Brasil ocupou a posição de número 196, a última posição do ranking. Alega também que a carga tributária aplicada aos investidores-anjo é desproporcional e não permite a compensação de perdas, prejudicando essa categoria de investidores de risco, que muitas vezes optam por direcionar seu dinheiro a investimentos de baixo risco, que muitas vezes são isentos de tributação. E9 também percebe o ambiente muito desfavorável aos investimentos de menor porte, tornando-se mais razoável para investimentos de grande porte.

O entendimento de que a regulamentação do mercado de trabalho brasileiro, com leis trabalhistas defasadas, geram alto custo da contratação e demissão de mão de obra para o empreendedor, principalmente se tratando de um ambiente dinâmico como o de tecnologia, foi consenso entre os participantes desta pesquisa, que, alinhados com Jeng e Wells (2000),

Bonini e Alkan (2012) e Bozkaya e Kerr (2014) acreditam que as leis desestimulam o desenvolvimento do empreendedorismo, diminuindo a busca por este capital, reduzindo a intensidade da atividade, conforme relataram Romain e Van Pottelsberghe(2003). O participante E10 comenta que essa dificuldade é exponencialmente maior para as *startups* nascentes, em consonância com o pensamento de Jeng e Wells (2000).

Para driblar essa situação, a solução encontrada por muitas empresas é manter relações de trabalho não formalizadas ou temporárias com seus trabalhadores, ou ainda, contratar serviços de outras empresas, conforme os relatos coletados. De acordo com E2, a atual legislação trabalhista é um impedimento para contratação e atração de mão de obra, sendo um grande peso para o empresário. Tratando-se de profissionais de tecnologia a regulamentação atual é ainda mais inadequada uma vez que a maior parte destes profissionais trabalham para mais de uma empresa simultaneamente, não necessitam cumprir jornadas fixas de trabalho e tais profissionais “prezam sua liberdade de escolha”, segundo E2.

Concordando com E2, para E4, a Consolidação das Leis Trabalhistas (CLT) é importante para as pessoas que estão em condição de vulnerabilidade social, protegendo direitos fundamentais destes cidadãos. Entretanto, quando se trata de profissionais altamente qualificados, como os da área de tecnologia, a CLT se mostra engessada, não alcançando estes modelos laborais. Com seu caráter protecionista, acaba atrapalhando ao limitar a liberdade destes indivíduos até mesmo de escolher para quantas empresas trabalharão ao mesmo tempo.

Segundo E3, esse protecionismo gera distorções positivas e negativas. Positivas ao impelir o empreendedorismo quando, por exemplo, estimula que funcionários qualificados abram suas empresas para atender seu antigo empregador e outros, tirando o risco das mãos do empresário original. Nas falas dele: “nossas leis trabalhistas, na tentativa de proteger os funcionários de qualquer tipo de exploração, colocam uma série de barreiras para quem está contratando, para pessoas empreendedoras, que acabam optando por um sistema por fora, onde esses funcionários vão se sujeitar a abrir sua própria empresa como prestadores de serviço independente, tentando furar esse bloqueio”. Cabe destacar que o entrevistado com a opinião supracitada não explicita quais são estas barreiras e acrescenta que esta situação se aplica a uma parcela muito específica de profissionais. As funções que não necessitam conhecimento especializado são acumuladas pelos empresários até quando for possível. “Todo o restante da mão de obra simplesmente não vai ser contratada, a não ser que a empresa esteja faturando tanto ao ponto de conseguir. Por isso o brasileiro é aquele que faz de tudo. O empresário só contrata mão de obra quando realmente não tiver mais opções”, ilustrando um viés negativo desse protecionismo.

Diante das respostas recebidas, não foi possível verificar se o tipo de regulamentação é mais importante que o nível da regulamentação, conforme os resultados obtidos por Bozkaya e Kerr (2014), apresentados no referencial teórico.

Como mencionado na seção anterior, a estrutura jurídica brasileira não foi abordada diretamente pelos entrevistados, mas foi possível perceber sua influência ao longo das entrevistas. Ela é baseada no direito civil, conforme caracterizado por La Porta et al. (1997). O comportamento das instituições reflete um ordenamento com direcionamento filosófico, pouco pragmático, que não representam os anseios da sociedade, como comenta E1. Já E5 menciona a existência de sentenças baseadas nas jurisprudências que protegem os investidores de alguns riscos. Neste ponto, percebe-se uma possível evolução do sistema atual para o baseado na tradição o *common law*, mais benéfico para a atividade, conforme destacam Bonini e Alkan (2012).

As leis e normas brasileiras de proteção ao investidor e propriedade intelectual foram avaliadas pelos participantes quanto à sua efetividade e atração do capital estrangeiro. Sobre a proteção do investidor, de acordo com o E8, a única norma legal que protege o investidor de capital de risco na legislação brasileira é muito recente e está contida na Lei Complementar 182, de 1º de junho de 2021 (marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador), a qual em seu Artigo 8º, Inciso II dispõem que o investidor não responderá por qualquer dívida da empresa, seja trabalhista ou tributária, inclusive quando a empresa estiver em recuperação judicial. Entretanto, por ser uma lei cuja vigência se iniciou em 1º de setembro de 2021, ainda não houve tempo de avaliar sua eficácia e os efeitos apurados por Bedu e Montalban (2014).

Apesar de ser uma lei importante para o setor, o “Marco das *startups*” foi citado diretamente somente por um participante. Nas outras respostas, houve certa convergência – há pouca ou nenhuma normatização protegendo o investidor, mas ainda assim, os instrumentos secundários utilizados (contratos) suprem essa demanda e são satisfatórios principalmente para investidores de fundos, nacionais e estrangeiros. E10 deixou claro que, diante da lacuna legal, o contrato entre empreendedores e investidores ou fundos de investimento é a principal ferramenta de proteção existente e, exatamente por isso, esforços e recursos não devem ser poupados na sua elaboração, para que se obtenha um instrumento robusto e que contemple pontos essenciais da contratação. Isso vai de encontro à afirmação de La Porta et al. (1997), já que não há base legal suficiente para a execução dos contratos firmados.

Quanto ao processo de proteção à propriedade intelectual, todos os participantes concordaram que suas etapas são praticamente uniformes com as do resto do mundo e que é um processo demorado. Esta morosidade torna tal propriedade praticamente inútil, de acordo

com E8, estando na contramão do que demonstram Groh e Wallmeroth (2016), no que diz respeito à atração de investimento estrangeiro. Além do mais, a demora exacerbada traz muitos riscos – uma vez que se dá entrada com o pedido de proteção no órgão regulador, a ideia fica exposta por muito tempo, sem a devida proteção, sendo alvo de cópias e de outros comportamentos oportunistas, conforme pontua o E1. Apesar desse cenário, não foram encontradas evidências de que os empreendedores brasileiros preferem financiamento bancário ao capital de risco, conforme Lerner e Tåg (2013).

Para tornar o processo mais fácil e finalizá-lo mais rapidamente, é conveniente a contratação de advogados, mas isso encarece o processo, sendo “mais barato não patentear”, como afirma E5. Ele argumenta que a patente só faz sentido depois que o projeto está validado pelo mercado. Sabendo disso, o investidor que atua no mercado brasileiro dá preferência para empreendimentos com potencial de escalabilidade, de forma a defender seu mercado, criando barreira para novos entrantes. Além do mais, tecnologias digitais e linhas de códigos não são patenteáveis no Brasil, conforme afirmam E1, E3 e E4.

O participante E4 argumenta que a morosidade do processo de proteção é um limitador e aumenta o risco de investimentos em inovações que demandam mais tempo para sua finalização e possuem, portanto, maiores custos e riscos, mas trazem inegáveis benefícios à sociedade, como as inovações para as ciências da vida (por exemplo, cultivares e seus processos produtivos). Dessa forma, o país não tem tradição nessas tecnologias, com poucos casos de sucesso e pouco retorno potencial. “O país parece especializar-se em inovações de menos complexidade ou não tão novas assim”, conforme pontua E3, prejudicando o potencial de inovação do país.

A severidade das leis de falências no Brasil impõe dificuldades para a reinserção à economia do empresário que falhou, caracterizando-se os efeitos *ex post* observados por Armour e Cumming (2006). Três entrevistados comentaram sobre a dificuldade de se liquidar uma empresa no Brasil. Segundo E1, os sócios continuam respondendo após o fim da empresa já que a legislação não entende que o seu capital social contábil (que não contabiliza a depreciação dos equipamentos) seja suficiente para pagar os débitos. Além disso, a falência trava os bens que a empresa constituiu, como patentes, por exemplo. Para evitar esse problema, uma prática existente é a “triangulação”, ou seja, o registro da propriedade em nome de empresas já consolidadas e lucrativas, aumentando o risco dos empreendedores, conforme argumenta este participante. E2 comentou que o CNPJ da empresa e CPF dos sócios ficam negativados enquanto houver débitos, desabilitando-os legalmente, conforme descrevem Armour e Cumming (2006).

Em consonância com Grilli, Latifi e Mrkajic (2019), E4 afirma que os negócios inovadores nem sempre prosperam. Ele entende que a punição imposta é excessiva, pois o empreendedor fica com o ônus e dívidas por décadas. Segundo ele, enquanto não houver a prescrição de obrigação trabalhista e tributária, a empresa não pode ser baixada, ficando inativa durante este período. Mas se obrigações da empresa estiverem em dia, os seus sócios conseguem se recolocar na economia novamente, apesar de continuarem com seus nomes vinculados à antiga empresa até a prescrição de todas as obrigações e sua liquidação.

Desde que não haja pendências graves, os investidores de risco não impõem restrições aos empreendedores que passaram por falência, ao contrário, parecem valorizar sua experiência. O participante E2 comenta que existem fundos cujas teses de investimento têm por critério de seleção dos seus investidos, a vivência de uma experiência mal sucedida, por se mostrarem mais maduros e resilientes. O “erro barato” é valorizado pelo fundo de investimento do qual E7 faz parte. E6 e E2 percebem o momento anterior à oficialização da falência como uma oportunidade de aquisição da empresa e de seu time de funcionários pelos investidores nacionais ou estrangeiros, quando se trata de investidores corporativos, ou por terceiros. Quanto à responsabilidade dos investidores pelas dívidas, é pacífico o entendimento que um contrato bem elaborado e a devida *due diligence* são ferramentas suficientes para eximi-los de qualquer prejuízo.

Quando perguntados sobre investimentos feitos por fundos de pensão na atividade, a maior parte dos entrevistados afirma não possuir muito conhecimento ou opinião formada sobre o tema, que não faz parte do cotidiano deles. Alguns compartilharam suas opiniões e impressões sobre o assunto e outros se abstiveram de responder.

E1 e E10 acreditam que os recursos de fundos de pensão, pela origem e finalidade, não devem ser destinados para o capital de risco pois, muitas vezes, o *valuation* das *startups* é especulativo, aumentando ainda mais o risco do negócio. E2, E5 e E6 veem de forma positiva, como mais oportunidade para os empreendedores que necessitam de recursos para crescerem, em consonância com Lerner e Tåg (2013), além de melhorar a qualidade dos serviços prestados e diferenciais oferecidos aos seus investidos, devido ao aumento da concorrência. E3, E7, E9 e E11 não responderam. E4 e E8 acreditam que tais fundos deveriam, mas não podem, investir em capital de risco atualmente, uma vez que possuem regulamentação rígida que os impede. Para eles, o investimento feito em pequeno percentual poderia trazer bons resultados aos fundos, mas falta flexibilização das normas autorizando estas transações.

4.2.2 Qualidade governamental

Quanto à intervenção direta do governo no mercado de capital de risco, os entrevistados apontaram aspectos negativos e positivos. Se por um lado há ampliação do mercado com mais recursos disponíveis, por outro a qualidade dos recursos não financeiros e a má gestão na execução do projeto são os problemas mais pontuados.

De acordo com E1, a quantidade de recursos públicos disponíveis é grande, mas o controle na execução e o processo de decisão de investimento são questionáveis. A escolha da empresa investida muitas vezes é distorcida e beneficia candidatos que tenham capacidade de convencimento em detrimento daqueles capazes de realização do projeto, mas que não possuem boa oratória, corroborando com Jeng e Wells (2000). Esse entendimento é compartilhado por E5, que acrescenta que, após o aporte do recurso, não há acompanhamento da execução do projeto e de seu resultado, agregando pouco valor nas empresas investidas. Por esse motivo, eles acreditam que o empreendedor em condição de escolher optará pelo fundo privado que, além de dinheiro, oferece outras expertises valiosas para a prosperidade do empreendimento. Tais argumentos podem ajudar a explicar a pequena representatividade de empresas financiadas pelo governo na abertura de ofertas públicas iniciais, conforme relatam por Jeng e Wells (2000), este aspecto, porém, não foi abordado por nenhum participante.

Por ser tão regulado, o fundo público é moroso, pecando pelo excesso, no entendimento do E9, que acredita que, apesar disso, há bons exemplos de execução e acompanhamento como a Empresa Brasileira de Pesquisa e Inovação Industrial – (Embrapii), a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e fundos ligados ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Segundo ele, “apesar de estes fundos ter pouca abrangência, fazem um bom trabalho”. E7 comenta que o dinheiro público é importante para fomentar segmentos inviáveis para o setor privado. E2, coerente com sua posição no tocante aos fundos de pensão, observa que a expansão de recursos públicos aumenta a concorrência entre os fundos, estimulando fundos privados a oferecerem melhores condições aos empreendedores, tornando tais fundos mais competitivos, inclusive com os fundos internacionais.

Por outro lado, E5 considera o investimento público importante e complementar ao investimento privado, pois alcança segmentos que não mais interessam a este, como o capital semente, e fomenta setores estratégicos, de alto risco para a atuação privada. Independentemente da eficiência com que os fundos públicos são geridos, observa-se que sua

atuação é importante para a expansão do mercado de capital de risco, com a maior disponibilidade de recursos, em oposição aos argumentos de Armour e Cumming (2006).

Os sistemas de controle e combate à corrupção foi um tema que gerou discordância entre os entrevistados, em relação à sua influência no ambiente e à atração de investimento de risco estrangeiro. Segundo E5 e E10, devido a falhas graves nos sistemas de combate à corrupção, muitos investidores, principalmente os estrangeiros, preferem não investir em empresas que fornecem bens ou serviços aos governos e suas estatais, para que não sejam a ela atrelados. Mas há aqueles que entendem que a corrupção não parece ser um ponto preocupante para os investidores que aportam seus recursos no Brasil ou porque consideram este risco na tomada de decisão, conforme declara E3, ou porque a CVM possui regras detalhadas e rigorosas que trazem muita clareza e segurança para o investidor, de acordo com E2, E7, E8 e E9.

As demais considerações versaram sobre a percepção dos entrevistados sobre estes sistemas. Percebeu-se descrença no poder do estado de combate e supressão da corrupção. Conforme E4, em vez de aplicar com efetividade normas já existentes, o estado cria mais mecanismos de controles, tornando o custo de controlar maior do que o da corrupção e, portanto, produzindo ineficiência neste processo, alinhado com o pensamento de Li e Zahra (2012), que defendem que a corrupção aumenta custos e reduz a eficiência de empresas e governos.

Por outro, há os que acreditam que a governança e a *accountability*, sim, são motivos de atenção por parte dos investidores, que devem exigir ética transparência nas ações e comportamentos, principalmente porque a responsabilização no país é praticamente inexistente, quer seja no setor público, quer seja no privado. Coibir ou punir um funcionário infrator ou um mau gestor é tabu, conforme E1, E9 e E11.

Diante desses argumentos, depreende-se que sistemas falhos de controle de corrupção podem afastar os investidores, aumentam custos e diminuem a eficiência de empresas e governos. Por não ter sido mensurado o nível de corrupção brasileiro neste estudo, não foi possível aferir se níveis baixos de corrupção atraem investidores internacionais, conforme afirmam de Hain, Johan e Wang (2016).

Todos os participantes concordam com Guler e Guillén (2010) ao afirmarem que a estabilidade política é necessária para o crescimento do mercado doméstico e atração do investidor estrangeiro, pois os investimentos são de longo prazo, de baixa liquidez e um cenário conturbado aumenta ainda mais o risco da aplicação. No entanto, percebem o ambiente brasileiro extremamente desfavorável capital de risco, polarizado politicamente, sobrecarregado com escândalos políticos e corrupções, que levam a constantes mudanças

legislativas, desvalorização da moeda nacional e rebaixamento do Brasil nos indicadores de risco e grau de investimento. “Sempre que a nota do Brasil é rebaixada, deixamos de receber muitos investimentos de fundos cujas teses não admitem tal instabilidade”, diz o E2, em consonância com Bonini e Alkan (2012).

Citando frase atribuída ao economista Roberto Campos, E9 diz que “no Brasil, até o passado é incerto”. Ele argumenta que leis são criadas a todo momento sem motivação aparente, podendo extinguir segmentos inteiros, como, por exemplo, a telemedicina. E10 comenta sobre a ocorrência de cancelamentos de IPOs devido a ameaças a setores da economia. O contrário também é possível. Conforme assegura E1, leis são criadas a pedido de lobistas, que, normalmente, representam as grandes corporações que querem ofertar suas soluções.

Tais problemas acabam pesando negativamente na decisão do investidor estrangeiro de aportar seus recursos no país. Com uma percepção pessimista, E5 relata que, no geral, o investidor estrangeiro vê o Brasil como uma oportunidade de especulação, com alta volatilidade e possibilidade de altos ganhos. “Não é um lugar para aportes de longo prazo com o objetivo de crescimento orgânico”, diz E5. Ao mesmo tempo, conforme destaca o E11, o investidor local, que já criou resiliência e faz seus investimentos considerando tais fatores, beneficia-se destes problemas que acabam criando uma barreira de entrada para aportes estrangeiros, diminuindo sua concorrência.

O caráter contingencial das instituições informais sobre as dimensões do Índice Mundial de Governança ficou evidente nos argumentos dos entrevistados, que corroborando o entendimento de North (1990) e Li e Zahra (2012), acreditam que o arcabouço legal e normativo brasileiro reflete os valores e cultura da sua população e organizações. Uma adequada educação de base, que fortaleça o ensino do empreendedorismo nas escolas e ofereça cursos técnicos de qualidade foi considerada fator essencial para melhorar o ambiente atual, tornando-o mais vibrante. Importante destacar que E1 e E10 concordam que o desenvolvimento de inovações exige habilidades específicas dos seus empreendedores e, muitas vezes, dispensa o curso superior. Segundo eles, uma educação técnica de qualidade é o suficiente para suprir essa necessidade, aumentando o número de profissionais, mitigando a falta de especialistas em tecnologia que, atualmente, é um limitador para o crescimento do setor e conseqüentemente da demanda por capital de risco.

A educação empreendedora deve valorizar a cultura do empreendedorismo ao mesmo tempo em que esclarece obrigações e responsabilidades do empresário para com o meio-ambiente e com a sociedade, desfazendo a visão romanceada dessa atividade, tornando-os

mais maduros para receber investimento, conforme pontua E5. O incentivo do governo à ciência e à tecnologia foi considerado importante por E1, subsidiando ações privadas e ofertando bons cursos técnicos que devem estar presentes em todo o país, principalmente próximos de onde existam demandas para a inovação. Conforme ele exemplifica, existem regiões vocacionadas ao agronegócio, ávidas por novas soluções, nas quais sobram recursos financeiros para investimento e carecem de profissionais de tecnologia para o desenvolvimento das inovações.

A flexibilização das normas atuais também foi considerada importante para a atração de novos investimentos. Segundo o E9, o fortalecimento da cultura empreendedora é capaz de pressionar e mudar normas e leis, beneficiando o ambiente de inovação, que necessita de talentos, densidade, capital, cultura e ambiente regulatório adequado para seu pleno funcionamento.

4.2.3 Condições do mercado financeiro

O mercado de ações brasileiro foi avaliado positivamente por todos os participantes desta pesquisa, revelando-se um ponto forte do arranjo institucional do país, que oferece segurança, credibilidade e atrai investidores nacionais e estrangeiros, confirmando os argumentos de Schröder (2009). Sua popularização está fortalecendo a cultura de investimento de risco no país, conforme destaca E11. Apesar de muitas exigências para abrir capital em bolsa de valores, tais requisitos foram considerados justos e como um fator de atração de capital de risco por proporcionar alto nível de segurança e transparência, com regras claras, bem estabelecidas e órgãos regulatórios rigorosos. Alinhados com Black e Gilson (1998) e Félix, Gulamhussen e Pires (2007), para E3 e E10, as ofertas de IPOs continuam crescendo, bem como os investimentos em capital de risco. Eles atribuem esse crescimento principalmente à percepção de um mercado bem estruturado.

Entretanto, conforme argumentam E4, E5, e E9 devido ao alto grau de exigência, as IPOs brasileiras se reduzem às grandes empresas, pois o custo e o esforço necessário para os pequenos negócios são muito altos. E4 complementa que, devido a essa dificuldade, muitos deles optam pelo *equity crowdfound*, modalidade que está crescendo devagar no ambiente doméstico e ainda precisa de regulações e autorizações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para seu pleno funcionamento. Para E3, o aumento no número de IPOs verificado nos últimos se deve ao custo de captação de financiamento, que é menor do que empréstimos tradicionais.

Diante das respostas, é possível perceber a relação positiva apontada por Jeng e Wells (2000), entre o aumento da oferta de IPOs e do aumento simultâneo da oferta e demanda por capital de risco. Entretanto, não se pode presumir em quais fases os empreendimentos mais se beneficiam, se nas iniciais ou nas mais avançadas, conforme postulam respectivamente Jeng e Wells (2000) e Bonini e Alkan (2012).

Como comentam E1 e E9, a despeito da credibilidade do mercado de ações e do número crescente de investidores, os brasileiros possuem pouco apetite ao risco e a conjuntura econômica e política do país não contribui com a formação de um ambiente estável e seguro, prejudicando esse mercado. Para E1, o mercado financeiro do Brasil, tradicionalmente, oferta juros altos a investimentos de baixo risco, tornando-se uma barreira para empresas que necessitam de investimento para ganho de escala, obstaculizando o ambiente inovador brasileiro, já que os investidores avaliam o custo de oportunidade do seu capital. Reforçando esse pensamento, E3 e E7 acreditam que a recente queda da taxa Selic está estimulando a migração de investimentos de baixo para os de alto risco. A incerteza política, com ameaças a setores da economia resultou em cancelamentos de IPOs, como destacou E10. Para E8, “o que atrapalha são os desgovernos do nosso país”. Estes dois últimos argumentos reforçam os impactos negativos da já discutida instabilidade política.

A IPO, a propósito, é uma forma de saída dos investimentos que têm crescido recentemente, mas de forma alguma a principal. Quando as empresas já estão em pleno funcionamento, a principal forma de saída no Brasil é a venda estratégica para outras empresas, percepção unânime entre os entrevistados, alinhados com os resultados obtidos por Groh e Wallmeroth (2016). Porém, antes de estarem “prontas para enfrentar o mercado”, as saídas costumam acontecer nas rodadas de investimento subsequentes, conforme destacam E2, E6, E10 e E12, ou na sua liquidação, quando as empresas não conseguem prosperar, de acordo com E5 e E10.

4.3 PONTOS FORTES E FRACOS DO ARRANJO INSTITUCIONAL BRASILEIRO

As instituições formais brasileiras apresentam muitas limitações e também oportunidades, conforme apresentado. Entretanto, além das forças e fraquezas do arcabouço institucional colocadas até o momento, outros aspectos que compõem a matriz institucional foram mencionados pelos entrevistados como promotores ou inibidores da atividade de capital de risco.

Um pensamento interessante foi compartilhado por E2 e E3 – tomando por base o indicador Risco-Brasil, eles consideram que a sua volatilidade se configura um ponto forte do ambiente brasileiro, para aqueles que nele já sabem operar. Segundo estes participantes, essa inconstância cria uma barreira de entrada para novos investidores e empreendedores, e também aumenta a resiliência das pessoas que atuam neste contexto e daquelas empresas que apresentam bons resultados em meio a circunstâncias desfavoráveis. E1 enxerga a melhor utilização de estruturas de ensino e pesquisa estatais já existentes como uma ótima oportunidade de alavancagem do ambiente de inovação, uma vez que não há custo de capital e, em sua maioria, tais instalações estão subaproveitadas. “É necessário planejamento para seu total aproveitamento”, conforme ele pontua.

Outros aspectos positivos foram citados como união dos ecossistemas de inovação, que colaboram genuinamente entre si, foi mencionado por E2 e E8. O mercado significativo, com muitas oportunidades e a importância do ambiente nacional quando comparados aos dos países do mesmo patamar, foram mencionados respectivamente por E9 e E8. Já a criatividade dos profissionais brasileiros foi considerada um importante diferencial por E2, E9 e E11.

Por outro lado, a fraca infraestrutura de telecomunicações e de logística e a falta de conhecimento sobre empreendedorismo foi mencionado por E11, como aspectos limitantes ao desenvolvimento do mercado de capital de risco. E10 complementa ao dizer que “a idolatria ao empreendedorismo está errada. Esse assunto deve ser encarado com seriedade, pois a atividade tem muitas repercussões sociais, sendo necessário maturidade”. Desta fala, depreende-se que o estímulo ao empreendedorismo deve vir acompanhado de conhecimento científico para promover um ambiente inovador. E8 comenta que “o país não compreende a importância do seu mercado” e assim, não há muito direcionamento para o desenvolvimento, por desconhecer o seu próprio potencial.

O distanciamento existente entre organizações públicas e privadas e a falta de apoio e incentivo a projetos sementes foi apontado por E5 como um gargalo do ambiente. Na percepção deste entrevistado, é necessário haver mais incubadoras nas faculdades, que têm o papel de estimular os alunos na criação de projetos e fazer a intermediação com o mercado. “Investidor não é só quem põe o dinheiro. É também aquele que abre as portas da sua empresa para que o projeto seja testado” afirma E5.

A falta de liberdade do empreendedor e a “dissociação entre onde estão os recursos e onde estão as mentes”, ou seja, a distância existente entre as regiões com capital financeiro e capital intelectual são os principais limitadores deste mercado, para E1. A baixa qualidade do ensino de base é referida por E2, E4 e E8. Este último acrescenta a carência do ensino de

ciências exatas nas escolas como danosa ao ambiente. E10 comenta que falta espaço para empreendedoras mulheres, para negros e para empreendedores pertencentes a outras minorias. Ele defende que “a diversidade é importante para a criação de soluções disruptivas, com impactos sociais significativos”. A instabilidade regulatória e política e a burocracia excessiva foram consideradas pontos fracos do nosso ambiente, por todos os participantes.

4.4 ATUAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FORMAIS BRASILEIRAS NA ATRAÇÃO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO

De forma geral, o arcabouço legal brasileiro e as políticas governamentais são considerados ruins ou muito ruins para atração de investimentos estrangeiros ou nacionais, na percepção dos participantes E1, E3, E4, E5, E7 e E8. Entre os argumentos apresentados, a insegurança jurídica, com mudanças de regras e surpresas no decorrer de processos, e a hiper-regulação, que restringe a liberdade dos empresários e atrapalham as empresas nascentes, foram os problemas mais citados. Além disso, leis defasadas, excessiva burocratização, polarização política, cultura anti-empresário (devido à má reputação adquirida pelo empresariado brasileiro, com frequentes escândalos envolvendo corrupção e práticas trabalhistas aviltantes e profundo abismo na distribuição de renda), elaboração de normas equivocadas, criadas por quem desconhece o conceito de capital de risco e o sistema societário inadequado para as *startups* tornam o cenário de investimento confuso inseguro e instável, criando obstáculos para novos investimentos.

E6 considera que o arcabouço legal brasileiro e as políticas governamentais não são impeditivos desses investimentos, mas precisam avançar, uma vez que o ambiente está permeado pela insegurança jurídica e pela instabilidade. Para suplantar essa barreira e atrair investimento estrangeiro, a criatividade dos empresários locais deve ser superior à dos empreendedores de outros países.

4.4.1 Instituições reguladoras

O sistema tributário é classificado como “caótico” por E8 e apresenta vários problemas que desestimulam o investimento em capital de risco, sobretudo o estrangeiro. Sua complexidade e demasiada burocracia geram alto custo financeiro e demandam muito tempo para seu entendimento, conforme E2, E4, E6, E10 e E11; alíquotas altas de impostos de importação e dificultam o estabelecimento de novos segmentos de mercado, de acordo com

E10; desestímulo ao reinvestimento das pequenas empresas, prejudicando o seu crescimento, para E1; e, por fim, o ambiente nacional inóspito para pequenos investidores de risco, não permitindo a compensação de perdas e com alta carga tributária, expulsando-os da atividade, segundo E4.

Os impactos da regulamentação trabalhista na atração de investimentos estrangeiros é um tema que gera controvérsia entre os entrevistados, sobre o qual apresentaram duas perspectivas diferentes. E1 e E8 que acreditam que os custos com a justiça trabalhista e sua indubitável preferência ao trabalhador nas sentenças afastam os investimentos. E1, mostrando indignação, declara que “independente de a empresa ganhar ou perder uma ação, todo o custo do processo não retorna para a empresa, a sucumbência não retorna para a empresa - o que é uma aberração jurídica que acontece só no Brasil”; e E8 acrescenta que “o investidor estrangeiro teme a justiça trabalhista”.

Os demais participantes concordaram que, por ser um problema estrutural, “o investidor já embute na conta, não são eles que irão espantar os investidores”, conforme argumenta E6. O participante E4, indo ao encontro de Grilli, Latifi e Mrkijic (2019), conclui que apesar de este cenário não ser impeditivo para o aporte de recursos, quando os investimentos são feitos em países com estruturas laborais mais liberais, tendem a render mais. Destaca-se, no entanto, que os resultados encontrados por estes autores se referem a países industrializados do hemisfério norte, onde as demandas básicas de bem-estar social da população estão minimamente sanadas, os rendimentos dos trabalhadores são maiores e estes são, portanto, menos dependentes de leis trabalhistas protetivas.

Quanto às leis de proteção ao investidor, apesar da omissão da regulamentação, os contratos negociados entre empreendedores e investidores foram considerados satisfatórios, principalmente quando se trata de fundos de investimento, sejam eles nacionais ou estrangeiros, e conferem segurança aos envolvidos. Ser satisfatório não significa, aqui, ser ideal.

O processo de proteção à propriedade intelectual brasileiro é semelhante aos processos de outros países, porém, a demasiada morosidade, o torna praticamente inútil, de acordo com E8. Já para os participantes E10 e E11, o investidor estrangeiro se preocupa mais com a escalabilidade para proteção do mercado. Isso pode se dar pelo caráter das tecnologias desenvolvidas no Brasil que, na sua maioria, são digitais, não passíveis de patentes ou, ainda, não são consideradas tecnologias disruptivas e, portanto, dispensam tal registro.

Por outro lado, essa ineficiência afasta o investimento em projetos de maior complexidade, mais longos e, portanto, de maior risco, como os projetos voltados para as

ciências da vida, pela sua incapacidade de proteção, frustrando a capitalização das inovações, que é parte da lógica dos investimentos em capital de risco, conforme Groh e Wallmeroth (2016).

As leis de falência são punitivas aos empresários e diminuem a demanda por capital de risco, por dificultarem a reinserção dos empreendedores que falharam, de acordo com E1, E2, E4. Entretanto, o processo de falência é uma oportunidade e compra estratégica da empresa falida e do seu time de funcionários por outras empresas, estrangeiras ou nacionais, atraindo mais investimentos de risco. “Pode ser uma oportunidade para o investidor entrar e resgatar uma empresa”, pontua E6.

4.4.2 Qualidade governamental

A intervenção direta do governo foi considerada complementar ao investimento privado, não afastando fundos de investimento privados, conforme defenderam Armour e Cumming (2006). Além do mais, por aumentar a disponibilidade de recursos no mercado interno, “acirra a concorrência com os fundos privados que passam a ofertar condições mais interessantes para as *startups* e esforçam-se para se diferenciar, tornando-se mais competitivos com fundos internacionais”, pontua E2.

Há duas leituras de como o sistema de controle e combate à corrupção brasileiro influencia o investimento estrangeiro, segundo os entrevistados. Por um lado, há os que acreditam que, por ser falho e ineficiente, investidores estrangeiros evitam empreendimentos que prestam serviços ou vedam produtos ao governo e suas estatais, conforme a fala de E5: “os grandes investidores questionam se a *startup* presta serviço para empresa pública”. Por outro lado, os investidores já contabilizam este risco no momento da decisão, não afastando os investidores estrangeiros e nacionais, “vai tudo para a marca risco Brasil”, diz E3.

O ambiente nacional não oferece estabilidade política e se revela extremamente prejudicial à atração do investimento estrangeiro, por se mostrar altamente instável, com mudanças legislativas constantes, sucessivos escândalos políticos, estimulando investimento especulativo, de curto prazo e altíssimo risco e desestimulando investimentos que almejam crescimento orgânico do setor. Esse quadro cria barreira de entrada para fundos estrangeiros, beneficiando os fundos já estabelecidos, por dificultar a entrada de mais concorrentes. Tudo isso prejudica o ambiente empreendedor dificultando o estabelecimento de um mercado saudável, de crescimento sustentado.

O caráter contingencial das instituições informais na elaboração e alteração de normas e leis e foi amplamente reconhecido pelos participantes deste estudo. Seu impacto na atração do capital estrangeiro só foi mencionado diretamente uma vez, sendo mais percebido nas entrelinhas dos discursos. A qualidade na educação de base e no ensino de ciências exatas e do empreendedorismo foi considerada, juntamente com a oferta de bons cursos técnicos, vetores de desenvolvimento do ambiente de inovação nacional e, conseqüentemente, do aumento da demanda por capital de risco.

De acordo com E3, “o *gap* de profissionais é mundial, mas mais acentuado no Brasil”. Disponibilizar um número maior de profissionais de tecnologia mitigará o problema atual de escassez dessa mão de obra; e fortalecer a cultura empreendedora contribui para a flexibilização de normas e leis que facilitarão o crescimento deste ambiente. “Dinheiro no mundo nunca falta. Estamos vivenciando uma experiência nova, crescimento em curva ascendente. A flexibilização das regras tratadas também atrairá mais investidores, inclusive estrangeiros”, ilustra E2.

4.4.3 Condições do mercado financeiro

O mercado de ações brasileiro foi considerado atrativo para investidores nacionais e estrangeiros pois, além de ser um mercado pujante, está em crescimento e oferece segurança e credibilidade aos investidores. A fala de E5 representa bem esta confiança: “Nota 100. Temos credibilidade. Atrai o investidor estrangeiro, pessoas físicas... Está em pleno crescimento”. Seu nível de exigência para abertura de capital é considerado alto, mas legítimo na medida que confere mais proteção e garantias aos participantes do mercado. Entretanto, conforme pontua E4, por esse mesmo motivo, dificulta a abertura de capital por empresas de pequeno porte, que muitas vezes recorrer ao *equity crowdfound*, modalidade incipiente que necessita de regulamentações para seu pleno funcionamento.

A conjuntura econômica e política foi apontada como um fator que desestimula o investimento de risco nacional e estrangeiro, por não oferecer estabilidade aos investidores, com ameaças a setores da economia resultando em cancelamento de IPOs, conforme destacou E10. Além disso, a concorrência com investimentos de baixo risco que pagam rendimentos altos, é um fator constante de atenção dos investidores, que muitas vezes migram seus investimentos para esse tipo de aplicação.

O Quadro 03 apresenta, resumidamente, os resultados obtidos com as entrevistas, enumerando os aspectos negativos e positivos de cada uma das instituições analisadas, bem como seus impactos e influência no mercado de capital de risco brasileiro.

Quadro 03 – Resumo dos resultados obtidos

Instituições	Aspectos negativos	Aspectos positivos	Consequências ou impactos
Arranjo institucional	<ol style="list-style-type: none"> 1. Insegurança jurídica, com muitas surpresas no decorrer do processo. 2. Hiper-regulação, restringindo liberdade dos empresários. 3. Leis defasadas e criação de normas equivocadas. 4. Polarização política. 5. Alta burocratização. 6. Cultura do “empresário explorador”. 7. Sistema societário inadequado para as <i>startups</i>. 	<p>Evolução percebida nos últimos anos:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Diminuição da complexidade do arcabouço jurídico. 2. Mudança cultural de valorização do empresário. 3. Esforço de aprendizado e evolução das instituições para promoção de um ambiente melhor para a atividade. 4. Inserção de cláusulas de <i>compliance</i> nos contratos. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Arcabouço legal e políticas governamentais deficientes para segurança e atração de investidores nacionais e estrangeiros. 2. Ambiente ruim para empresas nascentes. 3. Cenário confuso, inseguro e instável, criando obstáculos para novos investimentos. 4. Exigência de que empreendedores locais sejam mais criativos para conseguirem atrair investimentos estrangeiros. 5. Ambiente jurídico em evolução, amadurecendo.
Sistema tributário	<ol style="list-style-type: none"> 1. Altamente burocrático. 2. Alta complexidade das normas. 3. Tributos cobrados pelas três esferas do governo. 4. Muitas exceções normativas. 5. Discriminação tributária indevida. 6. Leis e normas elaboradas por quem não possui conhecimento para tal. 7. Tributação inadequada para as pequenas empresas. 8. Falta de incentivos fiscais à atividade empreendedora de inovação. 9. Carga tributária desproporcional aplicada ao investidor-anjo. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Proteção do empresariado já estabelecido ao criar uma barreira natural para os novos entrantes. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. O sistema tributário é considerado o maior entrave para o ambiente. 2. Complexidade gera interpretações errôneas e consequente perdas financeiras. 3. Aumento de custos para contratar profissionais especializados na compreensão e cumprimento das normas. 4. Criação de vocações artificiais e punição de segmentos inteiros da economia, levando à sua extinção. 5. Dificulta o estabelecimento de novos segmentos econômicos que trariam outras soluções para o país. 6. Criação de leis equivocadas que desencorajam novos empreendedores.

Instituições	Aspectos negativos	Aspectos positivos	Consequências ou impactos
Sistema tributário (continuação)	10. Proibição de compensação de perdas pelos investidores.		7. Desestímulo ao reinvestimento e crescimento para as pequenas empresas. 8. Ambiente inóspito para pequenos investidores, que podem migrar seus recursos para investimentos de baixo risco. 9. Brasil ocupa última posição no índice do Banco Mundial, que mede a complexidade tributária dos países.
Regulamentação do mercado de trabalho	1. Leis defasadas que geram alto custo de contratação e demissão. 2. Regulamentação inadequada para profissionais da área de tecnologia. 3. Justiça trabalhista sempre beneficia o empregado.	1. Estímulo ao empreendedorismo quando funcionários qualificados abrem suas empresas para atender antigos empregadores e outras empresas.	1. Diminuição do número de empregos formais. 2. Manutenção de relações de trabalho não-formalizadas. 3. Terceirização excessiva de mão de obra. 4. Contratação de pessoa jurídica, repassando custos e responsabilidades. 5. Caráter protecionista das leis limitando a liberdade de profissionais que desejam trabalhar para mais de uma empresa. 6. Falta credibilidade na justiça trabalhista.
Estrutura jurídica	1. Normas não correspondentes à demanda real da sociedade.	1. Jurisprudência protegendo direitos dos investidores.	1. Possível evolução para o sistema <i>common law</i> .
Proteção à propriedade intelectual	1. Processo de proteção à propriedade privada moroso. 2. Tecnologias puramente digitais e linhas de código não são patenteáveis no Brasil.		1. Morosidade do processo de propriedade intelectual, praticamente inutilizando-o. 2. Risco de exposição sem a proteção. 3. Escalabilidade como barreira de entrada. 4. Pouca tradição em inovações para as ciências da vida. 5. Inovações de menor complexidade.

Instituições	Aspectos negativos	Aspectos positivos	Consequências ou impactos
Proteção ao investidor	1. Pouca ou nenhuma lei de proteção ao investidor.	1. Instrumentos secundários podem suprir a ausência de leis (contratos).	1. Concentração de esforços para elaboração de contratos eficientes.
Leis de falência	1. Leis severas, com punições excessivas. 2. Capital social contábil não incide depreciação.	1. Valorização da experiência dos empresários e do “erro barato”, por parte dos investidores. 2. Oportunidade de aquisição da empresa em falência e do seu time, por outras empresas. 3. Proteção do investidor quanto às responsabilidades (contrato e <i>due diligence</i>).	1. Dificuldade de reinserção do empresário que possua débitos, na economia. 2. Dificuldade em liquidar empresas. 3. Triangulação na propriedade de patentes.
Fundos de pensão	1. Risco incompatível com a finalidade do recurso. 2. Normas muito rígidas.	1. Aumento da disponibilidade de recursos no mercado. 2. Aumento da concorrência entre fundos.	1. Melhoria da qualidade dos serviços e diferencial oferecidos aos empreendedores.
Mercado financeiro e de ações	1. IPOs pouco acessíveis para pequenas empresas. 2. Brasileiros têm pouco apetite ao risco. 3. Conjuntura econômica e política cria ambiente instável e inseguro. 4. Mercado de baixo risco paga juros altos.	1. Segurança. 2. Credibilidade. 3. Crescente número de investidores. 4. Transparente, com regras claras e bem definidas 5. Órgãos regulatórios rigorosos. 6. Custo de captação com IPOs menores que em empréstimos tradicionais.	1. Ponto forte do arranjo institucional. 2. Fortalecedor da cultura de risco. 3. Atrai investidores nacionais e estrangeiros. 4. Mercado incipente de <i>equity crowdfound</i> , necessitando de regulação. 5. Grande influência da conjuntura econômica na migração entre investimentos de baixo e alto risco. 6. Juros altos de investimentos de baixo risco impõem barreiras às empresas de menor porte que necessitam de investimento para ganho de escala. 7. Cancelamento de IPOs devido à instabilidade política.

Instituições	Aspectos negativos	Aspectos positivos	Consequências ou impactos
Práticas de saída		1. Crescimento de IPOs.	1. Venda estratégica como principal forma de saída.
Intervenção direta	<ol style="list-style-type: none"> 1. Morosidade dos processos. 2. Má gestão dos recursos e execução dos fundos. 3. Limitação de recursos não-financeiros. 4. Incapacidade de escolher bons projetos. 5. Falta de acompanhamento e de cobrança de resultados. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Grandes quantias disponíveis. 2. Importante para o fomento de segmentos inviáveis ao setor privado. 3. Fundos públicos destinado ao fomento de atividades não abrangidas pelos fundos privados 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empreendimentos escolhidos pela capacidade de convencimento e não capacidade de realização. 2. Pouco valor agregado nas empresas investidas. 3. Aspecto complementar aos fundos privados. 4. Aumento da concorrência entre os fundos, melhorando condições ofertadas aos empreendedores e aumentando a competitividade com fundos internacionais.
Sistemas de controle e combate à corrupção	<ol style="list-style-type: none"> 1. Graves falhas no sistema. 2. Estado ineficiente, torna o custo de controle maior que o da corrupção. 3. Punir ou coibir infratores é tabu. 	1. CVM é eficaz em coibir a corrupção no mercado financeiro.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Por medo de associação em casos de corrupção, investidores evitam empresas que comercializam com o governo. 2. Não impacta, pois, o risco já considerado no momento da decisão por investimento. 3. Atenção à governança e à <i>accountability</i> uma vez que a responsabilização de infratores é praticamente impossível.
Estabilidade política	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ambiente politicamente polarizado, sobrecarregado com escândalos políticos e corrupções. 2. Leis criadas sem motivos aparentes, por influência de lobistas. 3. Brasil visto como oportunidade de especulação. 	1. O investidor local já domina tais fatores e se beneficia destes problemas que acabam criando uma barreira de entrada para aportes estrangeiros, diminuindo sua concorrência.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Constantes mudanças legislativas, desvalorização da moeda e rebaixamento nos indicadores de risco. 2. Criação e extinção de segmentos econômicos por lei. 3. Diminuição de aportes de longo prazo, com o objetivo de crescimento orgânico.

Instituições	Aspectos negativos	Aspectos positivos	Consequências ou impactos
Caráter contingencial das instituições informais	<p>Pontos deficitários:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Falta do ensino do empreendedorismo nas escolas. 2. Poucos cursos técnicos de qualidade. 3. Falta de profissionais de tecnologia. 4. Normas rígidas. 5. Falta de incentivo para ciência e tecnologia. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Valorização do ensino técnico pelo ambiente de inovação. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. O oferecimento de bons cursos de tecnologia em todo país promoverá o crescimento do mercado devido à proximidade de competências e recursos financeiros. 2. O fortalecimento da cultura empreendedora é capaz de pressionar e mudar normas e leis, beneficiando o ambiente de inovação.
Outros pontos fortes e fracos do ambiente	<ol style="list-style-type: none"> 1. Infraestrutura de telecomunicações e de logística 2. Aproveitamento inadequado de estruturas públicas de ensino e pesquisa. 3. Distanciamento entre organizações públicas e privadas. 4. Carência de ensino de qualidade de ciências exatas nas escolas. 5. Instabilidade regulatória e política. 6. Excesso de burocracia. 7. Falta espaço para empreendedores que representam minorias. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Risco Brasil é um ponto forte do ambiente brasileiro para aqueles que já sabem nele operar, criando barreira de entrada. 2. União entre os ecossistemas. 3. Mercado significativo. 4. Posição de destaque entre os países do mesmo patamar. 5. Criatividade dos profissionais brasileiros. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. A diversidade é importante para a criação de soluções disruptivas, com impactos sociais.

Fonte: elaborado pela autora (2021).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo apresentou a percepção dos investidores de capital de risco, que atuam no mercado brasileiro, sobre o papel das instituições formais brasileiras neste mercado, tomando por referência o modelo de desenvolvimento econômico proposto por Douglas North (1990). Nesta perspectiva, o estudo permitiu apontar os fatores que inibem e impulsionam a atividade, bem como as oportunidades e as limitações do cenário nacional para o ambiente de investimentos de risco, alcançando, assim, o objetivo geral do trabalho.

Conforme a percepção dos entrevistados, o confuso cenário político nacional traz por consequências, além da vulnerabilidade econômica, a instabilidade e a insegurança jurídica, aliado a um arcabouço legal extremamente complexo que cria obstáculos para novos investimentos, uma vez que agravam ainda mais o risco, alto por natureza, deste segmento. Por outro lado, percebe-se uma recente e constante evolução do ambiente, com esforço de aprendizado pelas instituições para o desenvolvimento de um mercado de capital de risco sólido, buscando simplificar e clarificar normas e leis e também desmistificar a imagem do empresário explorador, valorizando este importante ator do ambiente de inovação.

A pesquisa possibilitou constatar que o sistema tributário é considerado o maior entrave para este mercado devido à sua complexidade, o que dificulta o seu entendimento e aprendizado por novos investidores - sobretudo os estrangeiros -, onerando as empresas com a contratação de especialistas que possam dominar o conjunto de regras existente e suas muitas exceções. Essa complexidade, conforme pontuaram os entrevistados, cria uma barreira natural de novos entrantes, beneficiando os empresários que dominam o processo, mas impedindo o crescimento do setor como um todo. Assim, a discriminação tributária, a tributação sobre o faturamento que impede o reinvestimento pelas pequenas empresas, a falta de incentivos fiscais para atividade empreendedora e para a inovação, a pesada carga tributária aplicada ao investimento-anjo e a proibição da compensação de perdas pelos investidores faz com que o Brasil tenha uns dos piores sistemas tributários do mundo, de acordo com estudos do Banco Mundial.

Após a análise do sistema tributário, a regulamentação do mercado de trabalho foi outro tópico levantado pela pesquisa e percebida como defasada e inadequada ao dinâmico ambiente de inovação pelos entrevistados, por sua rigidez e caráter protecionista que gera muitos vieses no mercado. Nesse aspecto, o alto custo de contratação e dispensa de mão de obra culmina na não contratação de mão de obra e na manutenção de relações de trabalho não

formalizadas; e a rigidez das normas e das leis prejudicam não só empresas como os profissionais de tecnologia, limitando-lhes a liberdade de trabalhar para mais de uma empresa simultaneamente. Para driblar esta situação, uma situação comum relatada é a saída de profissionais de tecnologia dos seus empregos para abrirem suas próprias empresas, visando atender a empresa de origem e outras, assumindo os custos e os riscos de um negócio, e criando, conforme as informações obtidas, um estímulo artificial ao empreendedorismo. Um outro aspecto que pode afastar investimentos estrangeiros, na visão dos entrevistados, é a percepção de que a justiça trabalhista brasileira, indubitavelmente, prefere o trabalhador às empresas nas suas decisões.

Nesse viés, a estrutura do sistema jurídico brasileiro é baseada no direito civil, e a percepção dos investidores é de que as normas e leis vigentes não correspondem às demandas reais da sociedade. Entretanto, existe jurisprudência protegendo o direito dos investidores, sinalizando uma possível evolução para o sistema *common law*.

O arcabouço legal brasileiro deixou uma lacuna, por muito tempo, no que diz respeito à proteção do investidor. Até setembro de 2021 não existia uma lei específica que protegia os investidores das responsabilidades legais dos empreendimentos investidos. Os contratos eram os únicos instrumentos que os protegiam, sendo, por esse motivo, elaborados com precaução. Apesar disso, os entrevistados consideram que, apesar de não ser o ideal, o contrato satisfaz os anseios dos investidores e empreendedores. Com a promulgação do “Marco das *Startups*”, espera-se um ambiente mais seguro para os investimentos de risco.

Nas entrevistas coletadas pela pesquisa, o processo brasileiro para garantir a proteção à propriedade intelectual é considerado demasiadamente moroso, e por este motivo, muitas vezes inútil, já que as tecnologias podem se tornar obsoletas antes de findar o processo. Além disso, a exposição prolongada sem a devida proteção aumenta o risco do negócio. Para se protegerem, os investidores apostam em negócios que possam ser rapidamente escaláveis, criando uma barreira de entrada no mercado. Como consequência, o Brasil se especializa em inovações de menor complexidade, afastando inovações que demandam mais tempo para sua conclusão, como as direcionadas para as ciências da vida.

Outro ponto levantado na pesquisa diz respeito à lei de falência, considerada punitiva aos empreendedores que falham, dificultando, na visão dos entrevistados, o seu retorno ao mercado e, conseqüentemente, diminuindo a demanda por capital de risco. Por outro lado, o processo de falência foi apontado como uma oportunidade de investimento por compra estratégica da empresa em falência ou do seu time. Os investidores de risco valorizam os empreendedores que já passaram por uma falência, por se mostrarem mais maduros e

resilientes. Com base nas informações coletadas, desde que não haja graves pendências, não há objeção quanto a investir nestas empresas e em seus respectivos empresários.

O mercado de capital de risco não sofre impactos de investimentos feitos por fundos de pensão, de acordo com a percepção dos entrevistados. Eles desconhecem este tipo de transação no cenário nacional, limitando-se a emitir opiniões a respeito do tema. No que tange a esse contexto, as opiniões se dividiram em grupos opostos. Há os que não concordam, uma vez que o investimento de risco vai de encontro à natureza do recurso; e há os que acreditam que a maior oferta de recursos seria benéfica para os empreendedores, que teriam melhores ofertas dos fundos de investimento.

O levantamento de dados com base nas entrevistas permitiu verificar ainda que, apesar da questionável eficiência na gestão de fundos e acompanhamento dos projetos e da limitação de recursos não-financeiros oferecidos às *startups*, a intervenção direta do governo foi percebida pelos entrevistados como expansora para o mercado de capital de risco, ampliando a disponibilidade desses recursos no mercado, cumprindo também o papel de fomento a segmentos e setores que, a princípio, são inviáveis ao setor privado. Portanto, o investimento público foi considerado complementar ao privado.

Não houve dúvidas, entre os respondentes, de que o sistema de controle e de combate à corrupção brasileiro é falho e ineficiente, mas o tema gerou controvérsias quando se avaliou as consequências destas falhas. Por um lado, há os que acreditam que os investidores (principalmente estrangeiros) preferem não investir em empresas que mantêm relações comerciais com qualquer esfera do governo, por medo de serem associadas à corrupção. Por outro lado, alguns participantes acreditam que a corrupção não afasta os investimentos, seja porque o risco já é contabilizado no momento da decisão em investir, seja porque acreditam no poder de coerção da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Depreende-se, portanto, que mesmo contabilizando o seu risco, a corrupção pode afastar investimentos, já que é um fator que pesa negativamente no cenário nacional.

Quanto à estabilidade política, há concordância entre os entrevistados de que o cenário nacional atual não é, definitivamente, um fator de atração de capital de risco. O ambiente político é considerado responsável pela instabilidade instalada por ser altamente conturbado e politicamente polarizado, aumentando a insegurança entre os investidores, por elevar ainda mais os riscos das transações. Essa instabilidade cria barreira para pretensos participantes do mercado e traz danos ao ambiente de inovação nacional, uma vez que os investidores estrangeiros muitas vezes o enxergam como uma oportunidade puramente especulativa, sem

pretensão de um crescimento orgânico e sustentável do ecossistema, de acordo com as opiniões coletadas.

A educação de base e técnica de qualidade foram consideradas essenciais para promover o crescimento e desenvolvimento de um ambiente de inovação saudável e, conseqüentemente, do mercado de capital de risco. Para os respondentes, o ensino efetivo do empreendedorismo e das ciências exatas nas escolas possibilitam o desenvolvimento de habilidades específicas, necessárias a este ambiente, disponibilizando mais profissionais, hoje escassos neste mercado, e fortalecendo a cultura empreendedora no país, de modo que, quanto mais forte, mais ela será capaz de pressionar e influenciar a adaptação e flexibilização de normas e leis, necessárias para o fortalecimento do ecossistema de inovação nacional. Assim, verifica-se o caráter contingencial das instituições informais sobre a formação do arcabouço legal brasileiro.

O mercado de ações brasileiro foi considerado um ponto forte do arranjo institucional, que atrai investimentos nacionais e estrangeiros por oferecer segurança e possuir credibilidade e estar em pleno crescimento, contribuindo para o desenvolvimento de um ambiente inovador. A conjuntura econômica brasileira e a incerteza política, no entanto, são fatores limitantes para o seu crescimento, já que os brasileiros possuem maior resistência ao risco e a concorrência com aplicações de baixo risco desestimulam os investimentos em inovação, prejudicando este mercado, além dos investimentos puramente especulativos, consequência da insegurança jurídica, conforme apontado pelos entrevistados.

Ainda segundo os interlocutores que participaram do estudo, observa-se, desde meados da década de 2010, a multiplicação do número de IPOs, com simultâneo aumento na oferta e demanda por capital de risco, embora elas ainda se limitem às grandes empresas devido ao custo alto para cumprimento das exigências para abertura de capital. Dessa forma, de acordo com os entrevistados, o *trade-sale* é o principal meio de saída dos investimentos quando a empresa já está apta para operar no mercado. Antes disso, porém, é comum sair na próxima rodada de investimentos.

Além dos impactos causados pelas instituições formais, o arranjo institucional brasileiro apresenta outros pontos fortes e fracos, que ora limitam o crescimento, ora contribuem com o desenvolvimento de ambiente dinâmico de inovação e investimento de capital de risco. Como pontos fortes, o Risco-Brasil foi considerado uma barreira de entrada para a concorrência, beneficiando aqueles que já sabem operar neste ambiente. Além disso, a união entre os ecossistemas, o mercado nacional significativo e posição privilegiada entre seus pares e a criatividade dos empreendedores brasileiros foram citados como vetores de

crescimento desse mercado. Como pontos fracos, foram destacados o mal aproveitamento de estruturas públicas de ensino e pesquisa, a infraestrutura de telecomunicações e logística, o distanciamento entre organizações públicas e privadas, o ensino de ciências exatas de baixa qualidade, o excesso de burocracia e a falta de espaço para empreendedores que representam minorias.

Em relação à temática central deste estudo, buscando responder à questão problema estabelecida previamente, cada instituição formal impacta o mercado de capital de maneiras variadas, na percepção dos entrevistados. Quanto às instituições reguladoras, os participantes consideraram, de forma unânime, o sistema tributário como o maior entrave para o desenvolvimento do mercado de capital de risco, principalmente devido à sua complexidade. As regulamentações do mercado de trabalho também foram muito criticadas, por apresentar leis defasadas, além do caráter oneroso para o empresariado.

É válido ressaltar que, para os entrevistados, a estrutura jurídica e as leis de proteção ao investidor atualmente vigentes encontram-se inadequadas, mas estão evoluindo. Para eles, a lei de falência e a legislação referente à proteção da propriedade intelectual também se mostram impróprias e muitas vezes dispensáveis, uma vez que já existem instrumentos ou processos que suprem a sua omissão ou deficiência. Já a atuação dos fundos de pensão neste mercado não é conhecida pelos participantes, não gerando, portanto, impactos significativos.

No que tange à qualidade governamental, a estabilidade política foi mencionada como a principal barreira para o crescimento orgânico do mercado de capital de risco. A intervenção direta do governo é um tema que gerou posições ambíguas, pois a atuação e a gestão dos fundos foram considerados ineficientes ao mesmo tempo que seus aportes estimulam o setor, melhorando a concorrência entre os fundos e fomentando mercados não abrangidos pelos fundos privados. Os sistemas de controle e de combate à corrupção foram considerados ineficientes, mas pouco impactantes para a atração de investimento pois o risco de corrupção já é considerado no momento da decisão por investir. Cabe destacar que a baixa qualidade da educação foi apontada como um limitador ao desenvolvimento do mercado, ao mesmo tempo em que sanar tal problema é uma esperança para tornar as condições melhores e impulsionar a atividade, revelando o caráter contingencial das instituições informais sobre as formais.

Já as condições do mercado financeiro foram consideradas atrativas para o investimento em risco na visão dos participantes, por apresentar um mercado seguro e em amplo crescimento, sendo o *trade-sale* a principal forma de saída dos investimentos no Brasil.

Assim sendo, à exceção do mercado financeiro e de ações, que impulsiona e estimula a atividade de capital de risco, o papel que as demais instituições formais brasileiras assumem

neste contexto muitas vezes é o da indiferença ou o limitante ou, ainda, o da inibição ao desenvolvimento deste mercado, não se empenhando em promover um ambiente dinâmico e amigável a seus participantes e, por vezes, criando condições inóspitas, que atrapalham o seu desenvolvimento.

Os principais impactos, segundo a percepção dos entrevistados, foram apresentados de forma resumida, apontando aqueles que mais se destacaram em cada uma dessas instituições. Novamente, cabe ressaltar que os relatos e resultados aqui expostos se referem ao entendimento dos entrevistados, não se consubstanciando na percepção e entendimento da pesquisadora.

A atividade de capital de risco brasileira é impactada por diversas instituições formais e informais, que compõem o arranjo institucional do país. Por meio das entrevistas realizadas, foi possível cumprir o objetivo deste estudo, qual seja, entender o papel das instituições formais no desenvolvimento e crescimento do mercado brasileiro de capital de risco, na perspectiva do investidor. Dessa forma, este estudo procura contribuir, ainda que de forma preliminar, com o ecossistema de inovação e com o mercado de capital de risco na medida em que aponta os fatores institucionais que os estimulam e que os limitam, e também os obstáculos e oportunidades colocados no ambiente, podendo subsidiar a formulação de políticas públicas e de estratégias e decisões dos atores que atuam neste ecossistema, a fim de tornar as condições institucionais impulsionadoras desse mercado.

Em relação às limitações desta pesquisa, tem-se a percepção média dos investidores e os resultados podem não representar a percepção de todos os investidores e especialistas em capital de risco. Sendo assim, não se pode garantir que seu resultado esteja em concordância com a totalidade dos investidores que atuam no mercado brasileiro.

Ainda na temática desta dissertação, vislumbrando o horizonte de novas pesquisas, recomenda-se o confronto da percepção dos entrevistados com as normas e as leis vigentes, trazendo clareza ao ambiente. Outra contribuição seria a elaboração de estudos mais focados em instituições específicas, como o sistema tributário e a regulamentação trabalhista, com análises quantitativas que permitam identificar o impacto econômico real dessas instituições no ecossistema de inovação. Ainda, outro estudo importante a ser realizado seria correlacionar a qualidade do ensino de base, de ciências exatas e de empreendedorismo com o desenvolvimento de ecossistemas de inovação em regiões distintas do país.

REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS; ACCENTURE. **O momento da startup brasileira e o futuro do ecossistema de inovação.** São Paulo: [s.n.].

ABVCAP, A. B. DE P. E. E V. C. **Sobre o setor: capital empreendedor.** Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2020.

ARMOUR, J.; CUMMING, D. The legislative road to Silicon Valley. **Oxford Economic Papers**, v. 58, n. 4, p. 596–635, 2006.

BEDU, N.; MONTALBAN, M. Analysing the uneven development of private equity in Europe: Legal origins and diversity of capitalism. **Socio-Economic Review**, v. 12, n. 1, p. 33–70, 2014.

BEUGELSDIJK, S. Entrepreneurial Culture, Regional Innovativeness and Economic Growth. **Journal of Evolutionary Economics**, 2007.

BISOL, C. A. Estratégia de pesquisa em contextos de diversidade cultural: entrevistas de listagem livre, entrevistas com informantes-chave e grupos focais. **Estudos de Psicologia**, v. 29, n. 2, p. 719–726, 2012.

BLACK, B. S.; GILSON, R. J. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 3, p. 243–277, 1998.

BNDES, B. NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **A importância do capital de risco para a inovação.** Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/capital-de-risco>>. Acesso em: 20 jul. 2020.

BONINI, S.; ALKAN, S. The political and legal determinants of venture capital investments around the world. **Small Business Economics**, v. 39, n. 4, p. 997–1016, 2012.

BONINI, S.; CAPIZZI, V. The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: future threats and opportunities. **Venture Capital**, v. 21, n. 2–3, p. 137–175, 2019.

BONINI, S.; CAPIZZI, V.; VALLETA, M. Angel network affiliation and business angels' investment practices. **Journal of Corporate Finance**, v. 6, p. 592–608, 2018.

BOZKAYA, A.; KERR, W. R. Labor Regulations and European Venture Capital. **Journal of Economics and Management Strategy**, v. 23, n. 4, p. 776–810, 2014.

BRAUN, V.; CLARKE, V. Using thematic analysis in psychology. **Qualitative Research in Psychology**, v. 3, p. 77–101, 2006.

BRAV, A.; GOMPERS, P. A. Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. **Journal of Finance**, v. 52, n. 5, p. 1791–1821, 1997.

BUSTAMANTE, C. V.; MINGO, S.; MATUSIK, S. F. Institutions and venture capital market creation: The case of an emerging market. **Journal of Business Research**, v. 127, n. December 2019, p. 1–12, 2021.

CABALERO, F. S. La entrevista en profundidad. Función, sentido y técnica. **Arte y oficio de la investigación científica: cuestiones epistemológicas y metodológicas**, p. 301–380, 2019.

CANDELA, A. G. Exploring the function of member checking. **Qualitative Report**, v. 24, n. 3, p. 619–628, 2019.

CARRASQUEIRA, S. M. **O empreendedorismo em Portugal: tipificação do perfil do empreendedor português e a importância da indústria de capital de risco**. Coimbra: [s.n.].

CARVALHO, C. A.; VIEIRA, M. M. F.; GOULART, S. A trajetória conservadora da teoria institucional. **RAPRio de Janeiro**, v. 39, n. 4, p. 849–872, 2005.

CORREIA DE SÁ, M. . O capital de risco aplicado a startups no Brasil: uma reflexão sobre o ecossistema dos empreendimentos inovadores a partir da visão do investidor. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, p. 97–120, 2017.

CRESWELL, J. W. **Research Design - Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches**. 3. ed. California: SAGE, 2009.

CUMMING, D.; HENRIQUES, I.; SADORSKY, P. “Cleantech” venture capital around the world. **International Review of Financial Analysis**, v. 44, n. January, p. 86–97, 2016.

CUMMING, D.; LI, D. Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States. **Journal of Corporate Finance**, v. 23, n. June 2011, p. 345–367, 2013.

DA RIN, M.; NICODANO, G.; SEMBENELLI, A. Public policy and the creation of active venture capital markets. **Journal of Public Economics**, v. 90, n. 8–9, p. 1699–1723, 2006.

FÉLIX, E. G. S.; GULAMHUSSEN, M. A.; PIRES, C. P. Determinants of Venture Capital in Europe - Evidence Across Countries. 01. p. 33, 2007.

FETTERMAN, D. M. Key informant. In: GIVEN, L. M. (Ed.). . **The Sage encyclopedia of qualitative research methods**. Thousands ed. California: SAGE, 2008. p. 477.

FLORIDA, R.; KING, K. Rise of the Urban Startup Neighborhood. n. June, p. 26, 2016.

FRASER, M. T. D.; GONDIM, S. M. G. Da fala do outro ao texto negociado: discussões sobre a entrevista na pesquisa qualitativa. **Paidéia (Ribeirão Preto)**, v. 14, n. 28, p. 139–152, 2004.

GALA, P. 12 - A Teoria Institucional de Douglass North. **Revista de Economia Política**, v. 23, p. 17, 2003.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. **What drives Venture Capital fundraising?** G24. Cambridge: [s.n.].

GORGULHO PINTO, L. F. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às PME de Base Tecnológica - O Caso do Contec. **Revista Do Bndes**, v. 1997, p. 151–183, 1997.

GRILICHES, Z. The search for R&D spillovers. **The Scandinavian Journal of Economics**, v. 94, p. 29–47, 1992.

GRILLI, L.; LATIFI, G.; MRKAJIC, B. Institutional Determinants of Venture Capital Activity: an Empirically Driven Literature Review and a Research Agenda. **Journal of Economic Surveys**, v. 33, n. 4, p. 1094–1122, 2019.

GROH, A. P.; WALLMEROOTH, J. Determinants of venture capital investments in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 29, p. 104–132, 2016.

GULER, I.; GUILLÉN, M. F. Institutions and the internationalization of US venture capital firms. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 2, p. 185–205, 2010.

HAIN, D.; JOHAN, S.; WANG, D. Determinants of Cross-Border Venture Capital Investments in Emerging and Developed Economies: The Effects of Relational and Institutional Trust. **Journal of Business Ethics**, v. 138, n. 4, p. 743–764, 2016.

HALL, B. H.; LERNER, J. **The Financing R&D and Innovation**: NBER. Cambridge: [s.n.]. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w15325>>. Acesso em: 20 jul. 2020.

HALL, P. A.; TAYLOR, R. C. R. Political science and the three new institutionalisms. **Political Studies**, 1996. Disponível em: <<http://stats.lib.pdx.edu/proxy.php?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=rlh&AN=9705162186&site=ehost-live>>. Acesso em: 20 jul. 2020.

HENREKSON, M. **Entrepreneurship and Institutions**: IFN. Stockholm: [s.n.].

HOFSTEDE, G.; GERT JAN HOFSTEDE; MINKOV, M. **Culture and Organizations**: software of the mind. [s.l: s.n.].

ISMAIL, E. A.; MEDHAT, M. I. What determines Venture Capital investment decisions? Evidence from the emerging VC market in Egypt. **The Journal of Entrepreneurial Finance**, v. 21, n. 2, p. 1–25, 2019.

JENG, L. A.; WELLS, P. C. Journal of Corporate Finance 6 (2000). 241–289 (Leslie A. Jeng a.), Philippe C. Wells). **Journal of Corporate Finance**, v. 6, n. 6, p. 241–289, 2000.

JONES, C. I. **Introdução à teoria do crescimento econômico**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

KAPLAN, S. N.; LERNER, J. Venture Capital Data: Opportunities and Challenges. **Nber Working Paper**, v. 53, n. 9, p. 1689–1699, 2016.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. Governance matters VII: Aggregate and individual governance indicators 1996–2007. **Policy Research Working Paper**. [s.l: s.n.].

KIRK, J.; MILLER, M. L. Reliability and Validity in Qualitative Research. **Qualitative Research Methods**, v. 1, p. 87, 1986.

KOMBO, P. G. B. N.; KOUMOU, G. B. The Role of the Quality of Institutions in the Financial Development of CEMAC Countries. **Modern Economy**, v. 12, n. 02, p. 452–468, 2021.

KPMG; ABVCAP. **Consolidação de Dados 2019**. p. 32, 2019.

KRUGMAN, P. **Vendendo prosperidade: sensatez e insensatez econômica na era do conformismo**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

LA PORTA, R. et al. **Legal determinants of external finance** *Journal of Finance*, 1997.

LERNER, J.; TÅG, J. Institutions and venture capital. **Industrial and Corporate Change**, v. 22, n. 1, p. 153–182, 2013.

LI, Y.; ZAHRA, S. A. Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. **Journal of Business Venturing**, v. 27, n. 1, p. 95–111, 2012.

LIPPER, G. .; SOMMER, B. Encouraging angel capital: what the US states are doing. **International Journal of Entrepreneurial Finance**, v. 4, n. 4, p. 357–362, 2002.

LOHWASSER, T. S. Diskussionspapier des Meta-Analyzing the Relative Performance of Venture Capital-Backed Firms Todor S . Lohwasser Discussion Paper of the Institute for Organisational Economics Meta-Analyzing the Relative Performance of Venture Capital-Backed Firms. 2020.

MACULAN, A.-M. D.; PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil: conceito evolução perspectivas**. n. October, p. 15, 2005.

MAGUIRE, M.; DELAHUNT, B. Doing a thematic analysis: A practical, step-by-step guide for learning and teaching scholars. **AISHE-J: The All Ireland Journal of Teaching and Learning in Higher Education**, v. 9, n. 3, 2017.

MANKIW, G. **Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

MARTINS, H. H. T. DE S. Metodologia qualitativa de pesquisa. **Educação e Pesquisa**, v. 30, n. 2, p. 289–300, 2004.

MATOS, F.; RADAELLI, V. Ecosystema De Startups No Brasil. **Banco Interamericano de Desenvolvimento**, p. 58, 2020.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. DO N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão & Produção**, v. 15, n. 1, p. 11–21, 2008.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA, T.; DO NASCIMENTO REBELATTO, D. A. Venture capital and private equity in Brazil: Alternative of financing for high technology industries. **Gestão & Produção**, v. 15, n. 1, p. 11–21, 2008.

MILLER, P. Validity. In: GIVEN, L. M. (Ed.). . **The Sage encyclopedia of qualitative research methods**. Thousands ed. California: SAGE, 2008a. p. 909–910.

MILLER, P. RELIABILITY. In: GIVEN, L. M. (Ed.). . **The Sage encyclopedia of qualitative research methods**. Thousands ed. California: SAGE, 2008b. p. 753–754.

MINAYO, M. C. S. *Ciência, Técnica E Arte: O Desafio Da Pesquisa Social*. Minayo, M.C.S (Org.) **Pesquisa Social: teoria,método e criatividade**, p. 80, 2001.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **2020 NVCA yearbook**. Washington: [s.n.]. Disponível em: <<https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/04/NVCA-2020-Yearbook.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2020.

NORTH, D. **Structure and Change in Economic History**. New Yourk: [s.n.].

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

NORTH, D. C. Forum Series on the Role of Institutions in Promoting Economic Growth Understanding the Process of Economic Change. 2003.

NORTH, D. C.; THOMAS, R. P. **The Rise of the Western World: a New Economic History**. Cambridge: Cambridge University Press, 1973.

OGDEN, R. Informant. In: GIVEN, L. M. (Ed.). . **The Sage encyclopedia of qualitative research methods**. Thousands ed. California: SAGE, 2008. p. 430–431.

OLIVEIRA, M. O. R. DE et al. Uma Comparação Entre Entrevistas Face To Face e Entrevistas on-Line Via Chat, Aplicando-Se a Técnica Laddering. **Gestão & Regionalidade**, v. 25, n. 75, p. 57–72, 2009.

ONU. **Acompanhando o desenvolvimento sustentável até 2030**. Disponível em: <<http://www.agenda2030.org.br/acompanhe/>>. Acesso em: 25 maio 2020.

POTERBA, J. M. Capital Gains Tax Policy Toward Entrepreneurship. **National Tax Journal**, v. 42, n. 3, p. 375–389, 1989.

PRZEWORSKI, A. A última instância: as instituições são a causa primordial do desenvolvimento econômico? **Novos Estudos - CEBRAP**, n. 72, p. 59–77, 2005.

RIBEIRO, L. D. L.; RIBEIRO DE ALMEIDA, M. I. Estratégia de saída em capital de risco. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 40, n. 1, p. 55–67, 2005.

ROBERTS, E. B. Initial capital for the new technological enterprise. **IEEE Transactions on Engineering Management**, v. 37, n. 2, p. 81–94, 1990.

ROMAIN, A.; VAN POTTELSBERGHE, B. **The Determinants of Venture Capital: A Panel Data Analysis of 16 OECD Countries: 25**. Tokyo: [s.n.].

SCHERTLER, A. **Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis**. 2003.

SCHRÖDER, C. Financial system and innovations: Determinants of early stage venture capital in Europe. **Financial Market Integration and Growth: Structural Change and Economic Dynamics in the European Union**, p. 127–158, 2009.

SCOTT, W. R. Approaching adulthood: The maturing of institutional theory. **Theory and Society**, v. 37, n. 5, p. 427–442, 2008.

STEBBINS, R. A. Exploratory research. In: GIVEN, L. M. (Ed.). . **The Sage encyclopedia of qualitative research methods**. Thousands ed. California: SAGE, 2008. p. 327–329.

SZTAJN, R.; AGUIRRE, B. Mudanças Institucionais. In: **Direito & Economia**. São Paulo: Campus, 2005.

TAMS, C. J. Article X. **Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide**., v. 5, n. March, p. 388–393, 2014.

TYKVOVÁ, T.; SCHERTLER, A. Does Syndication With Local Venture Capitalists Moderate the Effects of Geographical and Institutional Distance? **Journal of International Management**, v. 20, n. 4, p. 406–420, 2014.

WONG, A.; BHATIA, M.; FREEMAN, Z. Angel finance: the other venture capital. **Strat Change**, v. 18, n. 7–8, p. 221–230, 2009.

ZIDER, B. How Venture Capitals works. **Harvard Business Review**, v. 76, n. December, p. 131–139, 1998.

APÊNDICE I

ROTEIRO DE ENTREVISTA

Qualificação do Participante:

Participante n°:

() Investidor de capital de risco () Gestor de fundos () Especialista

Nome:

Idade:

Formação:

Tempo de atuação no setor:

Perguntas:

PERCEPÇÃO GERAL

1. Na sua percepção, o arcabouço legal brasileiro e as políticas governamentais dão segurança e atraem para o investidor de capital de risco?

ASPECTOS REGULATÓRIOS

2. Como o sistema tributário brasileiro influencia a atividade de capital de risco?

3. Qual a sua opinião a respeito das leis e normas que regulamentam o mercado de trabalho brasileiro quanto ao estímulo ao capital de risco?

4. Qual a sua avaliação sobre as leis e normas brasileiras de proteção ao investidor e à propriedade intelectual na atração do capital estrangeiro?

5. A seu ver, a forma como o Estado brasileiro trata as falências inibe ou estimula a atividade de capital de risco? Por quê?

6. Quais são os impactos da desregulamentação de investimentos por fundos de pensão na atividade de capital de risco brasileira?

CONDIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO

7. Quão importante você considera o mercado de ações brasileiro para o desenvolvimento da atividade e atração de capital estrangeiro?
8. Qual é a prática de saída mais comum no Brasil? Ela é a mais adequada para o desenvolvimento do capital de risco, em sua opinião?

QUALIDADE GOVERNAMENTAL

9. Como você avalia a intervenção do governo e os investimentos diretos governamentais na atividade capital de risco?
10. Como você avalia os sistemas de combate e controle à corrupção no ambiente de investimento em risco no Brasil e, em particular, na atração do capital estrangeiro?
11. A estabilidade política é apontada pela literatura como um pré-requisito para a atração de investimento estrangeiro em risco. Qual a sua opinião sobre essa questão no cenário brasileiro?
12. Em sua opinião, além das regras, normas, e sistemas existentes, quais outros fatores você considera importante para a formação e o desenvolvimento de um mercado de capital de risco?

PONTOS FORTES E FRACOS

13. Para você, quais são os pontos fortes e os pontos fracos do arranjo institucional brasileiro?