

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE
SÃO PAULO

PAULO LUIZ FERREIRA

**CAPITAL INTELECTUAL NA INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* E
VENTURE CAPITAL:**

Um estudo sob a ótica dos Investidores Institucionais e Gestores de Fundos.

São Paulo
2010

PAULO LUIZ FERREIRA

**CAPITAL INTELECTUAL NA INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY*
E *VENTURE CAPITAL*:**

Um estudo sob a ótica dos Investidores Institucionais e Gestores de Fundos.

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, Atuariais, sob a orientação da Professora Doutora Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos.

São Paulo
2010

Banca Examinadora

*Aos meus pais, Ana e Luiz,
que me ensinaram a valorizar o que é eterno.*

*A minha esposa Mara, a minha filha Tauane,
que fazem minha vida se encher de esperança.*

*Aos meus irmãos Márcio, Luciane (in memoriam) e Davi,
pelo companheirismo e ombro amigo.*

AGRADECIMENTOS

A Deus, por sua infinita misericórdia, luz, força e pelas oportunidades que me foram essenciais para chegar até aqui.

A Professora Doutora Neusa Maria Bastos Fernandes Santos, que com paciência me orientou, dando todo o apoio necessário.

Aos Professores Doutores Rosana Tavares e José Carlos Marion por suas ricas observações no contexto geral do trabalho.

Aos Professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Atuariais, por descortinarem novos caminhos para o crescimento do conhecimento.

Ao Professor e amigo Alexandre Wander, por seu incentivo e exemplo de persistência.

Ao Sidney Chameh por seu apoio incondicional, sem o qual não alcançaria o sucesso almejado na pesquisa.

Aos Professores Pesquisadores da GVcepe André Saito e Caio Ramalho, pelas informações e principalmente à atenção dispensada.

Aos gestores e investidores que participaram da pesquisa, pela atenção e informações fundamentais para realização deste trabalho.

*“Pela extensão da tua sabedoria no teu comércio,
aumentaste as tuas riquezas.”¹*

*“...de maneira que aquilo que se vê,
não foi feito do que é aparente”²*

¹ Ezequiel, 28:5

² Aos Hebreus, 11:3

RESUMO

Em razão das profundas transformações na sociedade, na economia e na política, provenientes de novas tecnologias e da globalização, o conhecimento foi elevado a recurso principal na criação de valor. A partir de então, as organizações passaram a ter como fator preponderante na geração de resultado econômico o capital intelectual. Com isso, os gestores precisam de novos métodos que possam mensurar e gerenciar os recursos intangíveis. Assim sendo, neste trabalho, objetiva-se a discutir acerca da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) no Brasil, que tem investido em empresas inovadoras baseadas no uso intensivo de conhecimento e, portanto, seria relevante ter mecanismos para a mensuração e gerenciamento do capital intelectual. O principal objetivo da pesquisa é verificar a prática e as iniciativas adotadas para a mensuração, gestão e divulgação do Capital Intelectual na indústria de PE/VC, sob a ótica de investidores institucionais e gestores de fundos e compará-las com o referencial teórico. A pesquisa é do tipo exploratória e a coleta de dados foi realizada através de questionário respondido por 20 gestores de fundos e 7 investidores institucionais de PE/VC. Por meio da pesquisa, foi confirmada a importância da mensuração do capital intelectual por meio de métodos específicos e da sua divulgação. No entanto, embora reconheçam a importância da mensuração, poucos têm exercido a prática, alegando como principais motivos a não exigência por parte dos Investidores, Mercado e Reguladoras, e a falta de um método padrão geralmente aceito. Cabe à contabilidade desenvolver ou aprimorar algum método adequado, que possa ser utilizado por todas as empresas. Quanto aos indicadores de Capital Intelectual, os respondentes têm utilizado cobrindo os principais componentes apresentados pelo referencial teórico. No tocante à divulgação de informações sobre o capital intelectual, os principais motivos apontados para a não divulgação foram a falta de informações a serem divulgadas e o entendimento de que o sigilo é importante para esse tipo de informação.

Palavras-chave: Capital Intelectual, Ativo Intangível, *Private Equity*, *Venture Capital*

ABSTRACT

Due to deep transformation in the society, economy and politics provided from new technology and globalization, the knowledge has been the most important resource in building value. Since then, the organizations started to have as a dominant factor in building economic result, the intellectual capital. Therefore, the managers need new methodology which can measure and manage intangible resources. The object of this research is the private equity and venture capital industry (PE/VC) in Brazil, that has invested in innovative companies based in the intensive use of the knowledge, thus, it should be relevant to have mechanism to measure and manage the intellectual capital. The main purpose of the research is to verify the practice and the adopted initiative to measure, manage and exposure the intellectual capital in PE/VC industry, under the institutional investor and fund managers' view and to compare with the theoretical reference. The research is of an exploratory kind and the data collection was done through a questionnaire which was answered by twenty PE/VC fund manager and seven institutional investors. Through the research, the importance of the intellectual capital measurement has been proved, as well as, its exposure. Nevertheless, although the importance of measurement has been recognized, very few people have practiced it. They claim that the investors market and regulators do not really require it added to a lack of a standard method usually accepted. It is the accountancy duty to develop or refine a suitable method that can be used by all companies. Regarding the exposure of the intellectual capital, the main reasons shown to not to expose is the lack of information to be exposed and the understanding that the secret is important for this sort of information.

Keywords: Intellectual Capital, Intangible Assets, Private Equity, Venture Capital

SUMÁRIO

RESUMO	VII
ABSTRACT.....	VIII
LISTA DE TABELAS.....	XI
LISTA DE QUADROS.....	XII
LISTA DE FIGURAS.....	XIII
1 INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Contextualização.....	1
1.2 Objeto.....	7
1.3 Objetivos.....	8
1.4 Problema.....	8
1.5 Estrutura do trabalho.....	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
2.1 Ativo Intangível.....	10
2.1.1 Conceito.....	10
2.1.2 Regulação.....	14
2.1.3 Goodwill	17
2.2 Capital Intelectual.....	21
2.2.1 Conceito.....	21
2.2.2 Capital Intelectual: Mensuração	26
2.2.3 Capital Intelectual: Divulgação e Reporte	37
2.3 Capital Intelectual e a Contabilidade.....	40
3 A INDÚSTRIA DE <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>	48
3.1 Evolução Histórica.....	48
3.2 Estruturação da indústria no Brasil.....	50
3.3 Veículos de Investimentos.....	54
3.4 Ciclo de Operação.....	54
4 PESQUISA.....	56
4.1 Ações Metodológicas.....	56
4.1.1 População	56
4.1.2 Amostra.....	58
4.1.3 Coleta de dados	62
4.1.4 Caracterização da amostra	63

4.2	Apresentação e Análise dos Resultados.....	65
4.2.1	Do objetivo 1	65
4.2.2	Do objetivo 2	72
4.2.3	Do objetivo 3	74
5	CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	78
	REFERÊNCIAS	80
	APÊNDICE 1 - Questionário	84
	ANEXO 1 - Métodos para a Mensuração de Intangíveis	90
	ANEXO 2 – Relação dos Gestores de Fundos de PE/VC – Dez/08.....	95
	ANEXO 3 – Seleção entre os 10 Maiores Gestores por Categoria.....	98

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Distribuição das Organizações Gestoras por modalidade	64
Tabela 2: Perfil dos respondentes por cargo	64
Tabela 3: Perfil dos respondentes por experiência	64
Tabela 4: Resultados sobre o índice de importância	66
Tabela 5: Resultados sobre o índice de importância de	67
Tabela 6: Resultado sobre o índice de conhecimento	67
Tabela 7: Resultado de índice de métodos citados	68
Tabela 8: Resultado de índice de utilização de métodos.....	69
Tabela 9: Métodos utilizados para mensuração de CI	69
Tabela 10: Tempo de utilização de métodos específicos	70
Tabela 11: Motivos para a não utilização de métodos específicos de CI.....	71
Tabela 12: Indicadores de Capital Humano.....	72
Tabela 13: Indicadores de Capital de Cliente	73
Tabela 14: Indicadores de Capital Organizacional	73
Tabela 15: Utilização de indicadores por Estágio de Investimento	74
Tabela 16: Grau de importância da divulgação de informações sobre o CI....	75
Tabela 17: Índice de divulgação de informações sobre CI	75
Tabela 18: Índice de motivação para divulgação de informações sobre CI	76
Tabela 19: Demonstrativos utilizados para divulgação de CI	76
Tabela 20: Motivos para a não divulgação de informações sobre CI	77

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Acontecimentos e trabalhos na evolução do Capital Intelectual	24
Quadro 2: Semelhanças entre os fatores que geram Goodwill e CI	42
Quadro 3: Métodos para mensuração de intangíveis	36
Quadro 4: Seleção de Amostra - Gestores Modalidade Private Equity	59
Quadro 5: Seleção de amostra – Gestores Modalidade Balanced	60
Quadro 6: Seleção da Amostra - Modalidade VC Early	60
Quadro 7: Seleção da Amostra - Modalidade VC Seed.....	61

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Crescimento do ativo intangível no Brasil e nos EUA.....	5
Figura 2: Navegador Skandia	28
Figura 3: Esquema da Skandia para o valor de mercado	28
Figura 4 : Perspectivas do <i>Balanced Scorecard</i>	30
Figura 5: Monitor de Ativos Intagíveis.....	32

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo será apresentada a contextualização econômica e social, onde se verifica as conseqüências advindas da “nova economia” e seus reflexos para as organizações. E o principal deste capítulo que é descrição do objeto da pesquisa, dos objetivos, do problema que este trabalho se propõe a responder, e por fim, o resumo de como o trabalho está estruturado.

1.1 Contextualização

Como resultado da evolução dos anseios da humanidade e do desenvolvimento tecnológico, com ênfase nas transformações ocorridas na década de 1960 até atualmente, a base da economia que até então estava fundada principalmente em capital físico e financeiro alterou-se para capital intelectual ou capital do conhecimento.

Surge então, a chamada era do conhecimento ou sociedade do conhecimento, que tem como uma das suas principais características a elevação do ser humano à qualidade de recurso ímpar para criação de valor.

Com isso, todas as tentativas de extrapolação de dados financeiros para a avaliação e a mensuração dos recursos que geram valor futuro aos empreendimentos não têm se mostrado aptas na captação da essência da riqueza dessa nova sociedade: o capital intelectual.

Com a evolução da humanidade, observam-se profundas mudanças sociais, políticas e econômicas, sobretudo na maneira de criar valor pelo trabalho, que

passou de braçal (economia agrícola) para mecânico (economia industrial) e intelectual (economia do conhecimento), ou seja, o elemento central passou a ser o trabalhador intelectual, ou o trabalhador do conhecimento (DRUCKER, 1989, p. 220).

Para Toffler (2007, p. 21), o grande divisor de águas foi em 1956, quando os chamados “colarinhos brancos”, trabalhadores com funções intelectuais, ultrapassaram em número os “colarinhos azuis”, operários da indústria nos Estados Unidos. A mudança na força de trabalho propiciou a transformação de uma economia baseada em força mecânica para uma economia baseada no conhecimento.

Outra característica relevante foi a expansão total do conhecimento na economia, pois, segundo Stewart (1998, p. 39), não apenas um número maior de pessoas estão executando trabalho de conhecimento, mas também está aumentando o conteúdo de conhecimento em todo o trabalho, tanto nos setores agrícola, industrial, burocrático quanto profissional. Em todos os setores, houve um incremento de novas tecnologias que exigem do trabalhador a aplicação de novos conhecimentos.

Historiadores econômicos, ao estudarem a causa das transformações ocorridas nos últimos 250 anos, principalmente nos países industrializados, observaram que o motor da evolução funciona da seguinte forma: novos conhecimentos levam a novas tecnologias, as quais provocam mudanças econômicas, gerando mudanças sociais e políticas que, em última instância, criam um novo paradigma, ou visão de mundo (CRAWFORD, 1994, p. 16).

Os avanços tecnológicos nas áreas de comunicação (fibras óticas, satélites, telefones celulares, máquina de fax, salas de vídeo conferência, etc.) e de

computadores e *softwares* propiciaram uma verdadeira revolução na economia, acelerando o processo de compartilhamento de conhecimento, ultrapassando as barreiras geográficas.

Toda essa transformação tecnológica, econômica e social afeta diretamente a maneira de as organizações se estruturarem e se relacionarem com o ambiente interno e externo. A relação “patrão” e “empregado” está muito mais próxima, visto que a inovação pode surgir de qualquer colaborador. Nesse contexto, Drucker (1989:154) argumenta que “o trabalhador intelectual é mais um colega e um parceiro, do que um subordinado”.

Os fornecedores estão cada vez mais próximos da cadeia produtiva; os clientes estão mais exigentes e esperam soluções customizadas; os investidores procuram negócios com alta taxa de crescimento, sempre na expectativa de encontrar um negócio que valorize de forma exponencial. Ademais, deve-se mencionar a velocidade com que ocorrem as inovações tecnológicas que afetam sociedade, provocando assim uma necessidade vital de atenção a todo ambiente em que se insere uma organização.

Nesse sentido, pode-se dizer que muito do que afeta uma organização, em algum momento, deve afetar também a contabilidade, e todas essas transformações indicam a necessidade de uma abordagem sistêmica.

Essa, conforme Ludícibus (2004:28), seria o “método de identificar, mensurar e comunicar informação econômica, financeira, física e social, a fim de permitir decisões e julgamentos adequados por parte dos usuários da informação”. É dessa forma que a contabilidade pode contribuir para os novos desafios trazidos pela “sociedade do conhecimento.

Crawford (1994, p. 23) distingue quatro características que torna o conhecimento o único recurso na base de formação da nova economia:

1. O conhecimento é difundível e se auto-reproduz. As matérias-primas de uma economia industrial são recursos finitos; o minério de ferro vai chegando ao fim à medida que se produz o aço. Ao contrário do minério de ferro, o conhecimento expande-se e aumenta à medida que é utilizado. Quando utilizo meus conhecimentos para desempenhar uma tarefa, aprimoro meus conhecimentos, entendo mais profundamente a tarefa. Um cirurgião que já fez uma mesma cirurgia dez vezes é mais experiente e especializado nesta operação do que um cirurgião que só a fez uma vez. Dessa forma, numa economia do conhecimento a escassez de recursos é substituída pela expansão destes.
2. O conhecimento é substituível. Ele pode substituir terra, trabalho e capital. Por exemplo, um fazendeiro que consegue uma colheita maior num mesmo espaço de terra, utilizando para tanto apenas novas técnicas de plantio, não necessita de mais terras para aumentar sua produção.
3. O conhecimento é transportável. Na sociedade eletrônica atual, o conhecimento move-se na velocidade da luz. Em poucos segundos, posso enviar para Taiwan, via faz, um esquema para um novo chip de computador que representa meses de um intensivo trabalho de engenharia.
4. Conhecimento é compartilhável. A transferência de conhecimento para outras pessoas não impede o uso deste mesmo conhecimento por seu original detentor. O envio de uma equipe americana de peritos sobre óleo para a ex-União Soviética em setembro de 1990 aperfeiçoou a produção de óleo soviética, e não custou nada para os Estados Unidos.

De acordo com Nonaka e Takeuchi (1997), o conhecimento pode ser basicamente dividido em explícito e tácito. O primeiro pode ser expresso em palavras e números, e facilmente transmitido e compartilhado sob a forma de dados brutos, fórmulas científicas, procedimentos codificados ou princípios universais.

E o segundo é altamente pessoal, intimamente ligado com as ações, experiências, valores e ideais, portanto, de difícil formalização, o que dificulta a sua transmissão e compartilhamento com outros. Quando há a habilidade em converter o conhecimento tácito em explícito, cria-se o conhecimento organizacional.

Handy (1994) destaca a inteligência como um novo tipo de ativo, com características diferentes dos outros bens; seria, portanto, um paradoxo. A inteligência não pode ser doada e será sempre conservada, mesmo que compartilhada. Mais do que a inteligência, a nova fonte de riqueza consiste na

capacidade de adquirir e aplicar conhecimentos, para que a inteligência possa causar um impacto positivo nas atividades desenvolvidas por uma organização. Como afirma Senge (1999), a única fonte sustentável de vantagem competitiva é a capacidade de a organização aprender mais rápida e eficazmente em relação a seus concorrentes.

Outra evidência que demonstra uma mudança para uma nova estrutura ou base econômica é a alteração no peso do setor de serviços na composição do PIB dos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Isso pode ser observado na figura 1, abaixo: vê-se que, nos EUA, a participação do setor de serviços no PIB saltou de 26%, em 1870, para 80% no ano de 2000. No Brasil, a evolução do setor de serviços foi de 29%, em 1900, para 60%, em 2000:

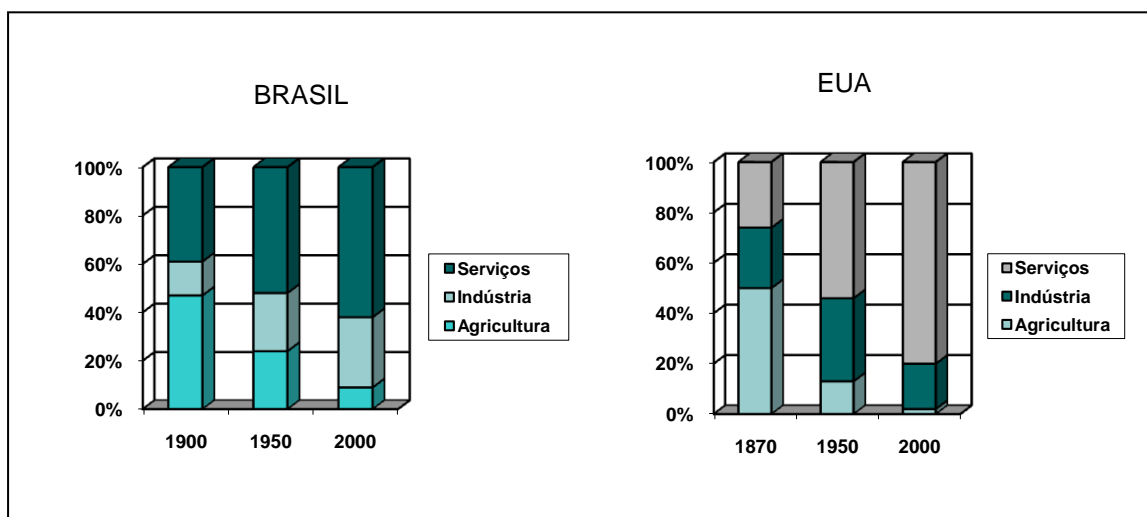


Figura 1: Crescimento do ativo intangível no Brasil e nos EUA

Fonte: Banco Mundial, IBGE. (Adaptado. Nunes e Haigh 2003:127)

O setor de serviços tem como característica o ativo intangível como a principal fonte de criação de valor, conforme Allan Greenspan: “De acordo com medidas convencionais, o PIB dos EUA cresceu 5 vezes nos últimos 50 anos, mas o

peso do lado tangível cresceu apenas ligeiramente. O intangível cresceu a taxas exponenciais”. (Alan Greenspan. The Wall Street Journal, 20 maio 1999 apud Nunes e Haigh 2003:127).

Nas palavras de Nakamura (2003), por meio de evidências empíricas, os Estados Unidos investem pelo menos US\$ 1 trilhão por ano em ativo intangível, e o estoque de capitais intangíveis pode alcançar valor de mercado de pelo menos US\$ 5 trilhões. Por exemplo, a Gillete investiu US\$ 700 milhões, de 1990 a 1998, para desenvolver o Mach3, que abocanhou, em menos de um ano, mais de 10% do mercado de barbeadores.

Muitos outros exemplos poderiam ser citados, como a indústria do cinema, a AOL/Time Warner, com o lançamento da série Harry Potter, a Microsoft, com o Windows, a Pfizer, com o Viagra, etc., todos esses investiram milhões de dólares e obtiveram aumentos expressivos no estoque de intangíveis.

Com a acentuação da relevância dos ativos intangíveis para as empresas da nova economia, também chamada de economia do conhecimento, cresceu a importância no desenvolvimento de métodos para avaliação do ativo intangível, principalmente considerando a importância do Capital Intelectual como fonte de criação de valor para as empresas.

Nesse cenário, vários estudiosos desenvolveram conceitos e métodos para mensuração e gestão do Capital Intelectual. Dentre eles, destacam-se os trabalhos de Edvinsson e Malone (1998), pioneiros no desenvolvimento do conceito de Capital Intelectual e na construção de um método de mensuração, o navegador Skandia.

Ademais, Stewart (1998) publicou o primeiro artigo usando o termo Capital Intelectual, Sveiby (1998, 2001) desenvolveu um modelo de mensuração de CI, o :

“monitor de intangíveis”, e acompanha o desenvolvimento de outros modelos em todo o mundo, Bontis (1998) que organizou, no Canadá, a primeira grande conferência mundial sobre CI, dentre outros.

1.2 Objeto

Paralelamente à evolução da importância do ativo intangível, o setor de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) também evoluiu como provedor de capital para as empresas com grande intangibilidade de ativos e com assimetria de informações (RIBEIRO e TIRONI, 2007). Nesse sentido Edvinsson (2003:38) afirma: “o capital de risco está em busca de modelos de pensamento – das idéias e de pessoas que sabem fazer com que as coisas aconteçam”.

A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, também chamada de indústria de Capital de Risco, despontou nos Estados Unidos da América como um eficiente modelo de capitalização para as pequenas e médias empresas (PMEs), com base no modelo americano, na década de 1980, começou-se a desenvolver no Brasil iniciativas de organização de sociedades de capital de risco.

A indústria de PE/VC no Brasil tem como perfil investir em empresas com elevado potencial de crescimento e, em grande parte, atuantes em setores de serviços e alta tecnológica. Essas empresas têm o ativo intangível como maior fonte de recurso e, portanto, na avaliação correta desse ativo e na atribuição de indicadores que traduzam o desempenho deste ativo, é possível ter ferramentas eficazes para a criação de valor.

1.3 Objetivos

O principal objetivo da pesquisa é verificar a prática e as iniciativas adotadas para a mensuração, gestão e divulgação do Capital Intelectual na indústria de PE/VC, sob a ótica de investidores institucionais e gestores de fundos.

Quando um Fundo de Investimento de PE/VC adquire ações de uma empresa emergente de base tecnológica, na verdade, está adquirindo um conjunto de talentos, idéias, conhecimento tecnológico, enfim, está adquirindo capital intelectual. Dessa maneira, poderá ter ferramentas que indiquem como o capital intelectual está contribuindo para a criação de valor.

Nesse contexto, cabe fazer uma pesquisa que possa contribuir para a evolução da contabilidade como provedora de um conjunto de informações relevantes na tomada de decisão, dando assim um maior conforto aos investidores.

1.4 Problema

As principais questões que se pretende responder são:

- 1) Qual a importância e quais métodos as indústrias de PE/VC utilizam para mensuração e gestão do Capital Intelectual?
- 2) Quais indicadores são utilizados levando em consideração o Capital Intelectual?
- 3) Qual a importância e existência da divulgação de informações sobre o Capital Intelectual?

1.5 Estrutura do trabalho

Este trabalho está estruturado como se segue:

Primeiro capítulo: apresentação da introdução, dos antecedentes do problema, da definição do problema, da justificativa e dos objetivos da pesquisa;

Segundo capítulo: apresentação do referencial teórico, em que serão abordados os conceitos, as definições do ativo, do ativo intangível, do capital intelectual e trabalhos acadêmicos que colaboraram para a fundamentação dos conceitos e sua aplicabilidade;

Terceiro capítulo: apresentação da indústria de PE/VC no Brasil, sua evolução, principais características, organização e alguns trabalhos acadêmicos que contribuíram para o entendimento de alguns aspectos no desenvolvimento da indústria;

Quarto capítulo: apresentação dos tópicos inerentes à pesquisa: metodologia, resultados e análise interpretativa;

Por fim, as considerações finais do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O embasamento teórico deste trabalho está fundamentado nos conceitos de ativo intangível e capital intelectual. Embora em muitos trabalhos acadêmicos, livros e artigos de revistas utilizam o termo “ativo intangível” e “capital intelectual” como sinônimo, neste Capítulo se demonstra que na verdade são conceitos diferentes.

2.1 Ativo Intangível

Há um entendimento de que o ativo intangível é um conceito genuíno da contabilidade, portanto este capítulo terá uma abordagem contábil, tanto na conceituação, quanto na sua regulação, dando destaque para o *Goodwill*, considerado o ativo intangível mais polêmico e, como será demonstrado, tem uma ligação direta com o conceito de Capital Intelectual

2.1.1 Conceito

Antes de tratar da definição de ativo intangível propriamente dito, cabe definir o que é ativo. Para Cannin apud Hendriksen e Breda (2007:284), o ativo pode ser definido como “qualquer serviço futuro, em termos monetários, ou qualquer serviço futuro conversível em moeda (...) cujos direitos pertencem legal ou justamente a alguma pessoa ou algum conjunto de pessoa”. Tal serviço é um ativo somente para essa pessoa ou esse grupo de pessoas que o usufrui.

Segundo Hendriksen e Breda (2007:286), ativos devem ser definidos como “potenciais de fluxos de serviços ou direitos a benefícios futuros sob o controle de uma organização”. Nota-se que o conceito evolui no sentido de abranger o controle sobre o ativo e não mais a posse.

Conforme Ludícibus (2004:139), ativos são “recursos controlados por uma entidade capaz de gerar, mediata ou imediatamente, fluxos de caixa”. O autor considera como característica fundamental do ativo a capacidade de prestar serviços futuros à entidade que o controla individual ou conjuntamente com outros ativos e fatores de produção, capazes de se transformar, direta ou indiretamente, em fluxos líquidos de entradas de caixa.

A principal característica do ativo, considerada por Martins (1972:30), é o potencial de resultado econômico, daí o conceito defendido pelo autor: Ativo é o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente.

De acordo com Ludícibus (2004:139), para testar ou identificar um ativo, deve-se passar pelo seguinte crivo:

- o ativo deve ser considerado modernamente, em primeiro lugar, quanto à sua controlabilidade por parte da entidade, e subsidiariamente quanto à sua propriedade e posse;
- precisa estar incluído no ativo, em seu bojo, algum direito específico a benefícios futuros, ou em sentido mais amplo, o elemento precisa apresentar uma potencialidade de serviços futuros (fluxos de caixa futuros) para a entidade;
- o direito precisa ser exclusivo da entidade; por exemplo, o direito de transportar a mercadoria da entidade por uma via expressa, embora benéfico, não é ativo, pois é geral, não sendo exclusivo da entidade.

As definições de ativo e suas características também devem fazer parte do ativo intangível, o que difere são os conceitos de tangibilidade e intangibilidade. Os ativos intangíveis não deixam de ser ativos simplesmente porque não possuem

substância. Seu reconhecimento deve obedecer, portanto, às mesmas regras válidas para todos os ativos, conforme HENDRIKSEN (2007: 388).

Para o mesmo autor, algumas pessoas argumentam que os intangíveis possuem diversas características específicas (inexistência de usos alternativos, a falta de separabilidade e a incerteza quanto à recuperação) que os distinguem de ativos tangíveis, e exigem que os intangíveis sejam tratados diferentemente dos tangíveis.

Iudícibus (2004:225) assinala, como a definição mais adequada de Ativo Intangível, a que define como “ativo de capital que não tem existência física, cujo valor é limitado pelos direitos e benefícios que antecipadamente sua posse confere ao proprietário”.

Conforme exposto nas principais definições de ativo, como gerador de resultado econômico, o ativo intangível tem também como principal característica a geração de resultados econômicos, como defende Martins (1972). Por outro lado, ressalta que a característica mais comum a todos os itens do chamado Ativo Intangível seja o grande grau de incerteza na avaliação dos futuros resultados que serão por eles proporcionados, todavia, o grau de incerteza não invalida os esforços em tentar mensurá-los.

IUDÍCIBUS (2004: 225) relaciona alguns itens que caracteristicamente poderiam ser classificados como intangíveis:

- *Goodwill*;
- Gastos de organização;
- Marcas e patentes;
- Certos investimentos de longo prazo;

- Certos ativos diferidos de longo prazo;
- Direitos autorais;
- Franquias;
- Custos de desenvolvimento de softwares.

Outra possível forma de se descrever ativos intangíveis é pela categorização proposta por Reilly (1996) apud MILONE (2004: 22): apesar de a lista de possíveis ativos intangíveis ser muito extensa, pode-se observar que esses se agrupam em algumas categorias mais facilmente identificadas, as quais são relacionadas com:

- a tecnologia (ex: desenhos e esquemas de engenharia);
- o cliente (ex: listas de clientes);
- os contratos (ex: contratos de fornecimentos vantajosos);
- o processamento de dados (ex: softwares);
- o capital humano (ex: força de trabalho treinada e capacitada);
- o marketing (ex: marcas e símbolos registrados);
- a localização (ex: direitos sob locais geográficos valiosos);
- o *goodwill* (ex: valor da continuidade do negócio)

O mesmo autor afirma também que há outro tipo específico de ativo intangível, denominado capital/propriedade intelectual, o qual recebe um tratamento diferenciado dos órgãos reguladores. A diferença básica é que esse tipo de ativo é fruto de um processo criativo que pode ser atribuível a um sujeito específico. Há duas categorias específicas: criativo (ex: direitos autorais) e inovação (ex: patente).

Para Blair, Holffman e Tamburo (2001) apud Ribeiro e Tironi (2007), ativos intangíveis são bens e direitos sem lastro físico ou financeiro. Portanto, são de difícil

identificação, mensuração e gerenciamento, tendo como consequências desdobramentos importantes, tais como:

- i) erros de medida nas contas nacionais, como o PIB;
- ii) volatilidade no preço de ações e ativos financeiros;
- iii) redução da confiança dos investidores quanto à eficiência do mercado de capitais;
- iv) alocação ineficiente do capital entre indústrias;
- v) alocação ineficiente do capital na empresa;
- vi) dificuldade de se implantar sistemas tributários justos e eficientes.

Os ativos intangíveis formam uma das áreas mais complexas da teoria da contabilidade, parte em virtude das dificuldades de definição, mas principalmente em razão das incertezas a respeito da mensuração de seus valores e da estimação de suas vidas úteis (HENDRIKSEN e BREDÁ, 2007, p. 388).

É notório que os itens conhecidos por intangíveis vieram para ficar e estão correspondendo, cada vez mais, à parcela mais significativa do valor dado a um determinado empreendimento. Caberá, portanto, aos profissionais da contabilidade desenvolver ferramentas que colecionem perfeitas condições de mensurá-lo, além de ser consenso entre os usuários da contabilidade.

2.1.2 Regulação

O artigo 179 da lei 6.404/76, que trata da classificação das contas do ativo, subdividia o ativo em:

- I - ativo circulante;

II - ativo realizável a longo prazo;

III – investimentos;

IV - ativo imobilizado;

V - ativo diferido.

Nota-se que não existia um grupo específico para classificar o ativo intangível, o qual era tratado em partes como ativo imobilizado (marcas, patentes, direitos autorais, etc.) e como ativo diferido (pesquisas e desenvolvimento de produtos e outros).

Contudo, a modificação do artigo pela lei 11.638/2007 acrescentou o item VI, com a seguinte redação: “no intangível: os direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido”.

Em 2008, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), por meio do pronunciamento técnico CPC – 04, baseado nas Normas Internacionais de Contabilidade - IAS 38, definiu o tratamento contábil dos ativos intangíveis, estabelecendo critérios para o seu reconhecimento, mensuração e classificação.

O pronunciamento CPC-04 foi ratificado pelos demais órgãos reguladores pela deliberação CVM 533, de 12 de novembro de 2008, e pela resolução do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) 1139 e 1140/2008.

Conforme a definição do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, Pronunciamento Técnico CPC-04, de 03 de outubro de 2008. dada ao ativo e ao ativo intangível, pode-se considerar como definição completa de ativo intangível: “ativo não monetário **identificável** sem substância física **controlado** por uma

entidade como resultado de eventos passados, e do qual se espera que resultem **benefícios econômicos futuros** para a entidade” (grifo nosso).

Se qualquer gasto com um item intangível não se enquadrar na definição de ativo intangível, sua contabilização deverá ser feita em conta de despesa, exceto se o item for adquirido em uma combinação de negócios. Nesse caso, passará a fazer parte de um ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) e será contabilizado em sub-conta de investimento. Portanto, todos os itens a se elegerem como ativo intangível deverão passar pelo seguinte crivo:

- Quanto à identificação:

- Ser separável, ou seja, se puder ser vendido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto com um contrato separadamente;
- Resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais, independentemente.

- Quanto ao Controle:

- Poder obter os benefícios econômicos futuros gerados pelo bem e restringir o uso por terceiros, principalmente amparado por direitos legais.

- Quanto aos benefícios futuros:

- Poderão ser na forma de receita de venda de produtos ou serviços e de redução de custos ou outros benefícios resultantes do uso do ativo pela entidade.

Após o reconhecimento de um item como ativo intangível, deve-se avaliar qual tipo de mensuração será adotada. O CPC indicou dois métodos possíveis para a mensuração: o método de custo e o método de reavaliação; porém, o método de

reavaliação não é permitido pela Lei 11.638/07, restando somente o método de custo.

2.1.3 Goodwill

Por ser o assunto *goodwill* muito extenso e complexo, serão apenas tratados alguns aspectos relevantes à compreensão de sua relação com o Capital Intelectual.

Como visto anteriormente, o *goodwill* faz parte do ativo intangível e, como tal, possui as características que o tornam de difícil conceituação, identificação e mensuração. Há muitas controvérsias a respeito do que vem a ser o *goodwill*, dada a dificuldade de separá-lo de outros ativos intangíveis, e também em razão das várias abordagens e perspectivas que podem ser utilizadas. Catlett e Onson (1968) apud (SCHMIDT e SANTOS, 2002, p. 37-38) entendem que o *goodwill* poderia ser conceituado sob quatro formas:

1. No sentido mais amplo: “um sentimento agradável: benevolência, amigável”;

2. No sentido comercial/negocial:

Um benefício ou vantagem na maneira como se comporta um negócio adquirido, além do valor que ele seria vendido, devido a personalidade daquele que o conduz, a natureza da sua localização, se a sua reputação for habilidosa ou precisa, ou qualquer outra circunstância incidental para o negócio que tende a fazê-lo duradouro;

3. No sentido de lucros futuros: “o valor capitalizado do excesso de lucros futuros estimados de um negócio acima da taxa de retorno de um capital considerado normal em uma atividade relacionada”;

4. No sentido de aquisição: “o excesso de preço de compra de um negócio acima ou abaixo do valor avaliado de seus ativos líquidos, exclusive o goodwill”.

Para o Glautier e Underdown (1983:212) *goodwill* pode ser descrito como a soma daqueles atributos de um negócio que contribuem para o seu sucesso, tais como localização favorável, boa reputação, habilidade e capacidade dos seus empregados e gestores, a sua relações de longa data com credores, fornecedores e clientes.

Iudícibus (2004:) resume a abordagem sob três perspectivas:

1. Como o excesso de preço pago pela compra de um empreendimento ou patrimônio sobre o valor de mercado de seus ativos líquidos;
2. Nas consolidações, como o excesso de valor pago pela companhia-mãe por sua participação sobre os ativos líquidos da subsidiária;
3. Como o valor permanente dos lucros futuros esperados, descontados de seus custos de oportunidade.

O mesmo autor salienta que, em relação ao *goodwill* dos tipos 1 e 2, esses já são registrados pela contabilidade; quanto ao do tipo 3, também denominado *goodwill* subjetivo, se criado ou mantido pela empresa, não é contabilizado, pois há dificuldades quanto aos problemas de objetividade e, segundo Martins (1972), devido ao princípio do custo como base de valor utilizado pela contabilidade.

Nota-se a diferença entre as abordagens, o que também influi nas diversas formas de se calcular o *goodwill*. Entretanto, comumente, é considerado como a diferença entre o valor contábil e o valor de mercado de uma empresa.

No entanto, para Iudícibus e Marion (2007), o conceito correto seria a diferença entre o valor da empresa e o valor de mercado dos Ativos e Passivos.

Para uma compreensão mais assertiva, alguns autores propuseram algumas classificações na tentativa de identificar os tipos de *goodwill*.

Coyngton (1923) apud Martins (1972:74) divide o *goodwill* da seguinte forma:

- *goodwill* comercial: originado em função, exclusivamente, de toda a empresa, independentemente das pessoas proprietárias ou administradoras;
- *goodwill* pessoal: decorrente de uma ou várias pessoas que integram a empresa, proprietária(s) ou administradora(s);
- *goodwill* profissional: desenvolvido por uma classe profissional que cria uma imagem de distinção dentro da sociedade, propiciando condições de alta remuneração, como no caso dos médicos, advogados e contadores em alguns países;
- *goodwill* evanescente: característico de certos produtos que a moda cria e, portanto, possuem curta duração;
- *goodwill* de nome ou marca comercial: ocasionado pela imagem do nome da empresa que produz o produto ou da marca sob o qual é comercializado. Distingue-se do anterior pela durabilidade.

Paton e Paton (1952) apud Martins (1972:73) classificam em:

- *goodwill* comercial: originado por serviços colaterais, como equipe cortês de vendedores, entregas convenientes, facilidades de crédito, dependências apropriadas para serviço de manutenção. Qualidade do produto em relação ao preço. Atitude e hábito do consumidor como fruto de nome comercial e marca, tornados proeminentes em função de propaganda persistentes, localização da firma e boa imagem que o distribuidor possui ou cria;

- *goodwill* industrial: originado por altos salários, baixo *turnover* de empregados, oportunidades internas satisfatórias para acesso a posições hierárquicas superiores, serviço médico, sistema de segurança adequado, desde que tais fatores contribuam para a boa imagem da empresa e para a redução do custo unitário de produção, em virtude da eficiência de uma força de trabalho operando nessas condições;
- *goodwill* financeiro: derivado da atitude de investidores e de fontes de financiamento e de crédito, em virtude de a empresa possuir sólida situação para cumprir suas obrigações e manter sua imagem ou, ainda, obter recursos financeiros que lhe permitam aquisições de matéria-prima ou mercadorias em melhores termos e preços;
- *goodwill* político: em decorrência de boas relações com o Governo.

Conforme exposto, há diferentes formas de classificação e grande subjetividade inserida nos itens relacionados com a identificação do *goodwill*, aumentando a dificuldade de percepção.

Questiona-se qual fórmula deve ser adotada para melhor definir o valor intangível inserido no item: “atitude e hábito do consumidor como fruto de nome comercial e marca” ou correspondente à “decorrência de boas relações com o Governo”. Se consideradas essas e outras razões, afirma-se que embora seja possível limitar o conceito do *goodwill*, isso não facilitará sua mensuração.

Monobe (1986) identifica algumas formas de avaliação de *goodwill*:

1. Avaliação baseada no lucro líquido e fator multiplicativo;
2. Método de Halfied;
3. Valor residual dos super-lucros;

4. Diferença entre o valor atual da empresa e o valor dos ativos contabilizados;
5. Métodos de apuração de valor marginal.

2.2 Capital Intelectual

Desenvolveu-se neste capítulo o conceito de Capital Intelectual, em seguida contrapondo com os conceitos contábeis e verificando suas semelhanças e diferenças. Em outros dois tópicos são tratados a problemática da mensuração e divulgação do Capital Intelectual, referencial importante para se comparar com os resultados desta pesquisa.

2.2.1 Conceito

No intuito de decompor o ativo intangível em partes que possam ser identificadas e mensuradas, desenvolveu-se o conceito de capital intelectual. Ainda que desde séculos passados estude-se o impacto do conhecimento sobre o desempenho de um negócio ou nação, foi principalmente na década de 1990 que se desenvolveram os conceitos em torno do que se chama Capital Intelectual.

Para Bukowitz e Williams (2002:236), o modelo de Capital Intelectual foi desenvolvido em um esforço de colaboração, que incluiu Edvinsson na Skandia, Hubert St. Orange na Clarica, Gordon Petrash na PricewaterhouseCoopers e Charles Armstrong da Armstrong Industries.

O conceito de Capital Intelectual tem evoluído, girando em torno de quais seriam os componentes que o formariam. Para Brooking (1996:13), o CI é definido como ativos intangíveis, frutos das mudanças nas áreas da tecnologia da

informação, mídia e comunicação, que trazem benefícios intangíveis às empresas e capacitam seu funcionamento. Ademais, entende-se que o CI seria formado pelos ativos de mercado, ativos humanos, ativos de propriedade intelectual e ativos de infraestrutura, sendo:

- **Ativos de mercado:** potencial que uma organização possui, decorrente de intangíveis relacionados ao mercado, como marca, clientes, lealdade dos clientes, negócios recorrentes, canais de distribuição, franquias e outros;
- **Ativos Humanos:** a *expertise* coletiva, criatividade, capacidade de resolver os problemas, liderança, empreendedorismo e habilidades gerenciais desenvolvidas pelos indivíduos;
- **Ativos de propriedade intelectual:** os ativos que necessitam de proteção legal para proporcionarem às organizações benefícios, como *know-how*, segredos industriais, *copyright*, patentes, *designs*, marcas, etc;
- **Ativos de infraestrutura:** as tecnologias, as metodologias e os processos empregados como cultura, sistema de informação, métodos gerenciais, aceitação de risco, banco de dados com informações de mercado e de clientes, sistema de comunicação, etc.

Conforme Edvinsson e Malone (1998), o CI seria a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil, considerando essa diferença um valor invisível, como se fossem raízes de uma árvore. A parte invisível seria composta pelo Capital Humano e Capital Estrutural, e o Capital Estrutural seria dividido em Capital de Clientes e Capital Organizacional, os quais seriam divididos em Capital de Inovação e Capital de Processos, sendo:

- **Capital Humano:** toda a capacidade, conhecimento, habilidade e experiência individuais dos colaboradores de uma empresa, como a criatividade e a inovação organizacionais;
- **Capital Estrutural:** arcabouço e infraestrutura que apoiam o capital humano, qualidade e alcance dos sistemas informatizados, imagem da empresa, bancos de dados exatos, conceitos organizacionais e documentação, relacionamento com os clientes, propriedade intelectual, incluindo patentes, marcas registradas e direitos autorais.

Sveiby (1998:11-12), embora utilize a nomenclatura “ativo intangível”, entende que o CI seria composto por Competência dos Funcionários, Estrutura Interna e Estrutura Externa, sendo:

- **Competência Individual:** capacidade de agir em diversas situações para criar ativos tangíveis e intangíveis;
- **Estrutura Interna:** inclusão de patentes, conceitos, modelos e sistemas administrativos e de computadores, cultura organizacional, etc;
- **Extrutura Externa:** relações com os clientes e fornecedores, marcas e reputação ou imagem da empresa, etc.

Sveiby (1998), assim como Edvinsson e Malone (1998), entende que a somatória dos ativos intangíveis, representados por competência individual, estrutura externa estrutura interna, mais o Patrimônio Visível, composto pelos ativos tangíveis menos a dívida visível, corresponde ao valor total de mercado de uma empresa, portanto, os ativos intangíveis correspondem ao ágio sobre o preço das ações.

Stewart (1998) define capital intelectual como “material intelectual – conhecimento, informação, propriedade intelectual, experiência – que podem ser utilizados para criação de riqueza”, e afirma que pode ser encontrado em três lugares: nas pessoas, nas estruturas e nos clientes.

Edvinsson (2003: 12-14) sintetiza de forma cronológica os principais trabalhos e acontecimentos que vêm construindo a fundamentação teórica em torno do Capital Intelectual, representados no quadro 1, abaixo:

1987	- Kark-Erik Sveiby: The Know-How Company; - Debra Amindon: Managing the Knowlwdge Asse into the Twenty-Fisrst Century; - Thomas Johson & Robert Kaplan: Relevance lost: The Rise and Fall of Management Accounting;
1988	- Charles Handy: The Age of Paradox; - Karl-Erik Sveiby: The invisible Balance Sheet;
1990	- Peter Drucker: As Novas Realidades no Governo e na Política/ na Economia e nos Negócios/ na Sociedade e no Cenário Global; - Charles Savage: Fifth Generation Management, Dynamic Teaming e Virtual enterprising and Knowledge Networking; - Peter Senge: The Fifth Discipline;
1991	- Leif Edvinsson é designado como o primeiro diretor de capital intellectual do mundo pela Skandia; - James Brian Quinn: A empresa inteligente; - Debra Amindon: The Origins of a Knowledge-Based Firm; - Taichi Sakaiya: Knowledge Value Revolution; - Ikujiro Nonaka: “Knowledge creating company”, na Havard Business Review; - Tom Stewart: “Brainpower”, na Fortune;
1992	- Jessica Lipnack: The Age of the Network; - Meg Wheatley: Leadership and the New Science; - Robert Kaplan e David Norton inauguram o conceito de Balanced Scorecard, com um artigo na Havard Business Review;
1993	- A Skandia e Leif Edvinsson criam o primeiro relatório interno sobre CI;
1994	-Um artigo de Tom Stewart sobre CI é a matéria de capa da Fortune; - O Mill Valley Group, sobre redes de CI, reúne-se pela primeira vez; - Hubert Saint-Onge inaugura o conceito de CI e de capital da clientela;
1995	- A Skandia apresenta o primeiro relatório público de CI;
1996	- A Skandia funda seu Future Centre, na forma de um laboratório de CI, com Leif Edvinsson na posição de Líder do Conhecimento; - Baruch Lev cria a disciplina de Pesquisa de intangíveis, na Universidade de Nova York; - Primeiro relatório sobre o Capital Intelectual das Nações, publicado por Caroline Stenfelt e colaboradores;

Quadro 1: Acontecimentos e trabalhos na evolução do Capital Intelectual

Fonte: Edvinsson (2003: 12-14) adaptado.

(Continua na próxima página)

1997	<ul style="list-style-type: none"> - O CI chega ao mundo das publicações, com livros de Leif Edvinsson & Michael Malone; Tom Stewart; Karl-Erik Sveiby (The organizational Wealth); - Anne Brooking e Göran Ross, além de muitos outros; - A BBC produz um documentário sobre CI, chamado “The new wealth of nations”; - Nick Bontis apresenta a primeira tese de doutorado sobre CI no mundo; - Reunião da ICM sobre os Direitos pela Propriedade Intelectual, incentivada por Pat Sullivan, Leif Edvinsson e Gordon Petrash;
1998	<ul style="list-style-type: none"> - Nick Bontis e a MacMaster University, no Canadá, organizam a primeira grande conferência acadêmica sobre CI; - Baruch Lev organiza a primeira conferência de contabilidade sobre CI; - A SEC inicia pesquisas sobre os ativos intangíveis no Brookings Institute em Washington; - A IC Rating é lançada pela Intellectual Capital Sweden; - A Brain Trust Foundation premia Leif Edvinsson como o Cérebro do Ano, por seu trabalho pioneiro sobre CI;
1999	<ul style="list-style-type: none"> - A Comunidade Européia dá início a um projeto de mensuração de CI: Meritum e NIMCube;- É inaugurado o Future Center da ABB;
2000	<ul style="list-style-type: none"> - Fundação do Fórum da Administração do Conhecimento, no Henley Management College, no Reino Unido; - É inaugurado o Future Center da Sydkraft; - É lançado The Journal of IC; - O Governo da Dinamarca publica as primeiras orientações gerais para a contabilidade de CI; - A Skandia dá início à IC Vision e à IC Community;
2001	<ul style="list-style-type: none"> - A Universidade de Lund cria a primeira cadeira de CI e designa Leif Edvinsson como seu primeiro titular; - O High Level Group, da Comunidade Européia, publica seu primeiro relatório principal sobre intangíveis; - Jan Mouritsen e colaboradores, da Escola de Negócios de Copenhague, publicam “IC and the capable firm”; - O Brookings Institute publica seu relatório “Unseen Wealth”; - É inaugurado o Future Center da Noruega; - É publicado Intangible Management, Measurement & Reporting, de Baruch Lev; - A SEC e a FASB, nos EUA, recomendam publicamente o relatório de CI; - A OECD publica Score Board 2001 – Towards a Knowledge Based Economy.

Quadro 2 (continuação): Acontecimentos e trabalhos na evolução do Capital Intelectual

Fonte: Edvinsson (2003: 12-14) adaptado.

No Brasil, vários estudiosos têm pesquisado sobre o assunto, com destaque para Antunes (2000,2004) onde sua dissertação de mestrado em Ciências Contábeis versou sobre a “Contribuição ao entendimento e mensuração do Capital Intelectual”, e sua tese de doutorado em Ciências Contábeis – “A influência dos investimentos em Capital Intelectual no desempenho das empresas”, todas pela FEA - USP.

2.2.2 Capital Intelectual: Mensuração

Avaliar uma empresa pode ser tarefa das mais difíceis. A velocidade na descoberta de novas tecnologias, a crescente onda da globalização dos mercados, os altos investimentos em pesquisas, o desenvolvimento de novos produtos, os programas de fidelização de clientes, a implantação de novas tecnologias de gestão, e outros, interferem diretamente no valor de uma empresa, do qual grande parte se origina das parcelas denominadas intangíveis.

O avanço nas investigações sobre a mensuração do capital intelectual tem estado em um ciclo vicioso, pois, para demonstrar as hipóteses de que a gestão do intangível afeta positivamente os resultados das companhias, primeiramente, é necessária uma teoria explicativa, além de dados sobre um número suficiente de empresas, permitindo a comparação com as hipóteses (SÁNCHEZ, 2008, p. 579).

Atualmente, ainda não há uma teoria do capital intelectual, mas é possível dizer que vários estudos já provaram empiricamente que a influência do CI é positiva e significativa. Todavia, não se pode comparar os resultados, pois cada estudo foi feito em um setor específico, ou país, com metodologias diversas. Sánchez (2008) arremata que as pesquisas são crescentes em números, mas não o suficiente para servir de alicerce a uma gestão de intangíveis nas empresas.

Segundo Sveiby (2001:182), quanto mais a mensuração do intangível for utilizada com o objetivo de aprendizagem, possivelmente, mais estará refletindo a realidade, pois quando o objetivo é o controle ou a recompensa, os resultados tendem a ser manipulados pelos gestores.

Alguns estudiosos têm desenvolvido técnicas e modelos, alguns utilizando indicadores financeiros, outros mesclando indicadores financeiros e não financeiros.

Como exemplo, serão abordados alguns métodos desenvolvidos não a contabilidade, mas conhecidos no meio acadêmico e empresarial.

2.2.2.1 Navegador Skandia

O grupo Skandia, que atua na área de prestação de serviços financeiros e seguros e é o maior da Escandinávia, foi a primeira empresa a divulgar um relatório com dados sobre avaliação do Capital Intelectual, apresentados como adendo às Demonstrações Financeiras, referente ao exercício de 1994.

Também foi a primeira empresa a nomear um diretor para uma área específica de Capital Intelectual, no caso, o próprio Leif Edvinsson, principal divulgador do navegador Skandia, visando a incentivar o crescimento do Capital Intelectual e a propiciar um melhor gerenciamento.

O modelo da figura 2, abaixo, apresenta traços semelhantes a uma casa, e isso tem um propósito e uma explicação conceitual. A “casa” representa a empresa: em sua base, está o foco na Renovação e no Desenvolvimento, relacionado com o amanhã. No centro, à esquerda, o foco no cliente, à direita, o foco no processo, e no centro, o foco humano, que interage com todos os demais focos. No “sótão”, há o foco financeiro, relacionado com o passado:

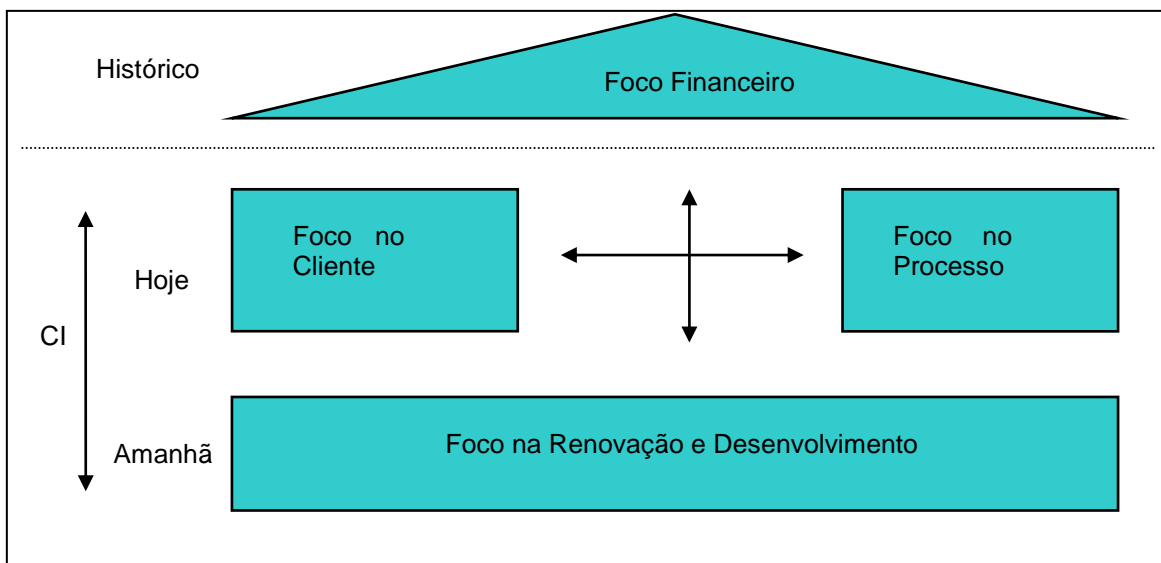


Figura 2: Navegador Skandia

Fonte: Edvinsson e Malone (1998:60)

Para cada foco, foi feita uma longa lista de índices financeiros e não financeiros, objetivando a mensurar a relação entre os recursos envolvidos e os retornos alcançados mediante esforços estabelecidos em cada foco, apurando assim a contribuição de cada foco para criação de valor na empresa. Julgou-se apropriado não delongar na lista de índices propostos, mas apenas ater-se ao conceito desse modelo, conforme demonstrado na figura 3, abaixo:

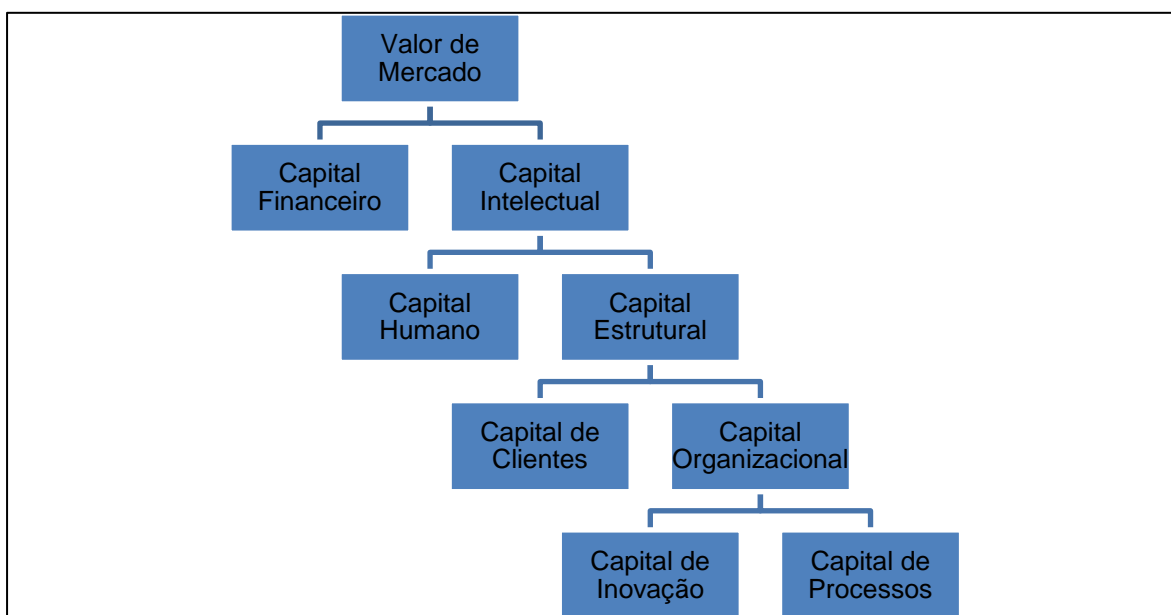


Figura 3: Esquema da Skandia para o valor de mercado

Fonte: Edvinsson e Malone, Capital Intelectual. 1998:47

De acordo com o modelo proposto, o valor do Capital Intelectual seria apurado por dedução a partir do valor de mercado, ou seja, o valor de mercado menos o capital financeiro (valor contábil) seria igual ao Capital Intelectual, que por sua vez, divide-se em diversas áreas de capital. Observa-se também que cada área de capital apresentada serviu de base para identificar os focos em que o modelo está estruturado.

Ao usar o modelo dedutivo a partir do valor de mercado, os autores do modelo Skandia perceberam que há um valor residual não mensurado nas áreas de capital proposta. Os próprios autores afirmam que sempre haverá um valor residual, o *goodwill*, portanto, o modelo acredita que o *goodwill* sempre existirá.

2.2.2.2 *Balanced Scorecard*

O *Balanced Scorecard* (BSC) foi desenvolvido por Kaplan e Norton (1997). Conforme os autores, a pesquisa que resultou no modelo foi patrocinada pela KPMG, em estudo intitulado “*Measuring Performance in the Organization of the Future*”, feito em diversas empresas.

Isso porque entendiam que os métodos existentes, baseados principalmente em indicadores financeiros gerados pela contabilidade, estavam obsoletos e poderiam prejudicar a capacidade de a empresa gerar resultado econômico futuro.

Por meio de estudos de casos, em empresas, que já utilizavam alguns indicadores não financeiros em empresas que necessitavam afinar e gerenciar suas

estratégias, foram evoluindo o conceito e o modelo, até chegar ao ponto em que a ferramenta começou a ser implantada e testada em diversas empresas americanas.

A metodologia do BSC visa a traduzir a missão e a estratégia da empresa em um conjunto abrangente de indicadores de desempenho financeiro e não financeiro, que possibilitam mensurar tanto a performance dos ativos tangíveis quanto dos intangíveis, sempre comparando-os com as metas previamente estipuladas e alinhadas à estratégia de empresas.

Como apresentado na figura 4, abaixo, o *BSC* trabalha com quatro perspectivas sobre o desempenho organizacional: financeiro, de clientes, de processos internos e de aprendizado e conhecimento. Para cada uma das perspectivas, devem ser estipulados os objetivos, os indicadores, as metas e as iniciativas:

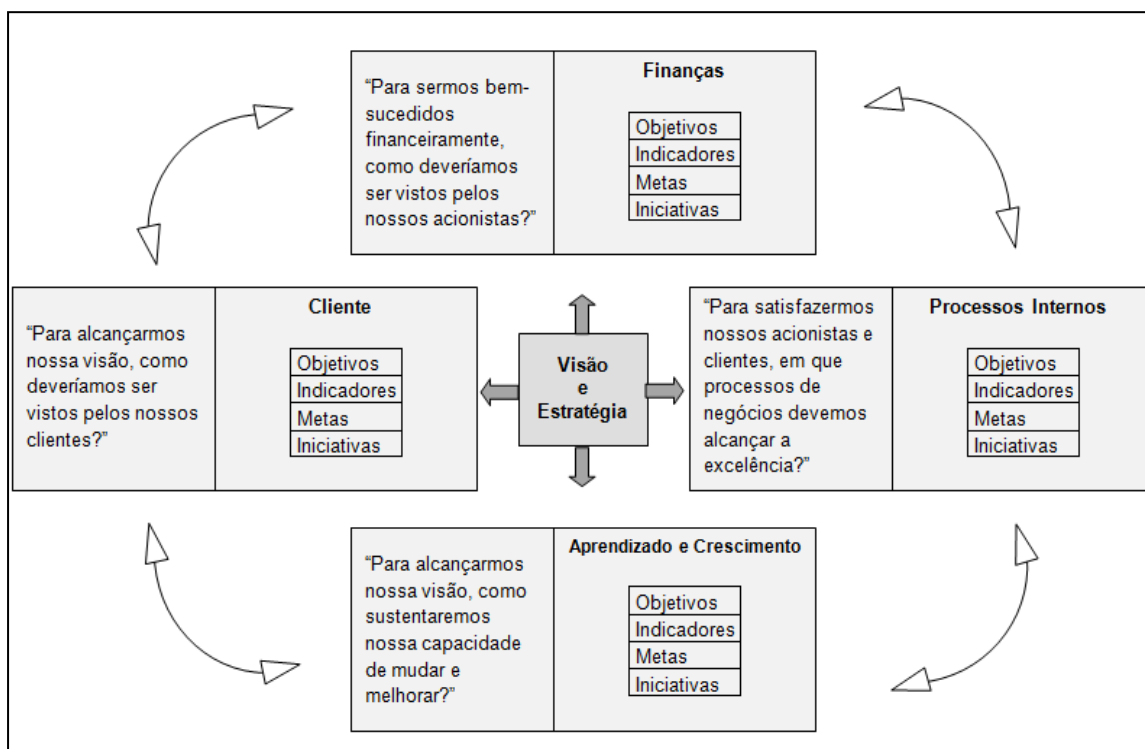


Figura 4 : Perspectivas do *Balanced Scorecard*

Fonte: Kaplan e Norton (1997:10) Adaptado.

Segundo Kaplan e Norton (1997:9-11), empresas inovadoras têm utilizado o BSC para alinhar e gerenciar suas estratégias; essa filosofia tem ajudado as organizações a esclarecer e traduzir a visão e a estratégia, comunicar e associar objetivos e medidas estratégicas, planejar e estabelecer metas e iniciativas sempre alinhadas à estratégia organizacional, e por fim, melhorar o *feedback* e o aprendizado estratégico.

2.2.2.3 Monitor de Intangíveis de Sveiby

O Monitor de intangíveis de Sveiby (1998) foi desenvolvido para Celemi, uma empresa sueca de consultoria que fornece experiências de aprendizagem, por meio de simulações que disseminam o entendimento da estratégia pela organização.

Foi desenvolvido para ser uma ferramenta que abordasse o conjunto de intangíveis, com o propósito interno de estabelecer objetivos e rastrear o desempenho e, externamente, informar os ativos intangíveis não considerados nas demonstrações financeiras. Em 1995, a Celemi incluiu o monitor de ativos intangíveis em seu relatório anual.

Conforme demonstrado na figura 5, abaixo, o monitor trabalha com a estrutura externa, interna e com a competência. A estrutura externa reflete o relacionamento com os clientes, a interna é a organização, exceto as pessoas, tratadas à parte como o foco da competência que trazem para a organização. O monitor mede o capital intelectual pelas dimensões de crescimento e renovação, eficiência e estabilidade:

	Ativos Intangíveis		
	Estrutura externa	Estrutura Interna	Competência das Pessoas
Crescimento/renovação	Crescimento orgânico do volume de vendas. Aumento da participação de mercado. Índice de clientes satisfeitos ou índice da qualidade	Investimento em tecnologia da informação. Parcela de tempo dedicado às atividades internas de P&D. Índice da atitude do pessoal em relação aos gerentes, à cultura e aos clientes.	Parcela de vendas geradas por clientes que aumentam a competência. Aumento da experiência média profissional (número de anos). Rotatividade de competência.
Eficiência	Lucro por cliente. Vendas por profissional.	Proporção de pessoal de suporte. Vendas por funcionários de suporte.	Mudança no valor agregado por profissional. Mudanças na proporção de profissionais.
Estabilidade	Frequência da repetição de pedidos. Estrutura etária.	Idade da organização. Taxa de novatos.	Taxa de rotatividade dos profissionais.

Figura 5: Monitor de Ativos Intangíveis

Fonte: Sveiby (1998:238) adaptado.

2.2.2.4 *Rating* de Capitais Intangíveis (BNDES)

Segundo Domeneghetti e Meir (2009), o *Rating* BNDES, foi desenvolvido por uma parceria entre o BNDES e a Coppe da Universidade Federal do Rio de Janeiro, com a finalidade de incorporar a avaliação de capitais intangíveis na análise de projetos a serem financiados pelo banco, levando em conta elementos que não são comumente utilizados em uma avaliação como Estratégia Empresarial, Processos Internos, Design, Liderança, Transparência, Governança Corporativa, Ética, etc..

A metodologia incorpora seis capitais:

1. Estratégico: Competência em monitorar o mercado; competência em formular, implementar e acompanhar a estratégia.

2. Ambiental: Sistema de financiamento; ambiente regulatório, ambiente de inovação e empreendedorismo; infra-estrutura e logística.
3. Relacionamento: Carteira de clientes/contratos; fornecedores; marca/reputação; rede fornecedores/clientes; inserção no mercado.
4. Estrutural: Sistema de Governança Corporativa; processos; capacidade e inovação.
5. Humano: Gestores; operadores.
6. Financeiro: confiabilidade do administrador; administração estratégica do risco; inteligência financeira.

Para validar o modelo, o banco e a universidade desenvolveram um estudo caso em quatro empresas: Genoa Biotecnologia, Suzano Papel e Celulose, Embraer e Totvs. Após a pesquisa concluíram que a metodologia fornece uma visão para fora, no caso para o financiador BNDES, permitindo: estabelecer as metas qualitativas do *Rating*; e entender a empresa sob a ótica de sua capacidade competitiva. Como também, uma visão para dentro da própria empresa, ao estabelecer os ativos e competências a serem construídos para dar conta visão e da estratégia de longo prazo (DOMENEGHETTI e MEIR, 2009).

O método tem uma grande importância na análise de crédito, ao incluir aspectos intangíveis, acaba beneficiando as empresa em que o capital intangível tem um peso significativo na composição do capital, diminuindo o risco dessas companhias.

2.2.2.5 Outros métodos de mensuração de intangíveis

No intuito de acompanhar a evolução quanto aos métodos de mensuração de ativos intangíveis, Sveiby (2001) apresenta uma lista de métodos oriundos de vários países (Anexo I – lista atualizada em 27 de abril de 2010), dividindo-as em quatro categorias de abordagens de medição:

- **Direct Intellectual Capital methods (DIC).** Estima-se o valor dos ativos intangíveis identificando seus diversos componentes, que ao serem identificados, podem ser diretamente avaliados individualmente ou como um coeficiente agregado;
- **Market Capitalization Methods (MCM).** Calcula a diferença entre a capitalização de mercado e os ativos dos acionistas (*stockholders' equity*) como o valor de seu capital intelectual ou ativos intangíveis;
- **Return on Assets methods (ROA).** A média das receitas antes dos impostos de uma empresa em um determinado período é dividida pela média de valor dos seus ativos tangíveis; o resultado é o ROA (*Return on Assets* – retorno sobre ativos), então comparado com a média do seu segmento; a diferença é multiplicada pela média dos ativos tangíveis para se estimar o ganho médio anual dos bens intangíveis;
- **Scorecard Methods (SC).** Os vários componentes de ativos intangíveis ou do capital intelectual são identificados, e os indicadores e os deslocamentos predominantes são gerados e relatados nos *scorecards* ou como gráficos.

O mesmo autor esclarece que nenhum método pode atender a todos os propósitos, pois é necessário selecionar o método dependendo da finalidade, da

situação e do usuário, visto que todos os métodos oferecem vantagens e desvantagens.

Os métodos ROA e MCM são úteis em situações de fusão e aquisição e avaliação do mercado de ações. Também podem ser utilizados para estudos comparativos entre companhias do mesmo setor, e são facilmente transmitidos para a realidade contábil. Suas desvantagens são a superficialidade monetária dos resultados, e particularmente, os métodos ROA são sensíveis à taxa de juros e de desconto. Os métodos MCM não são aplicáveis às organizações sem fins lucrativos, públicas e também a centros de resultados internos de uma empresa.

As vantagens dos métodos DIC e SC são que podem criar uma imagem mais abrangente da situação da empresa do que as métricas puramente financeiras, e podem ser utilizados em todos os níveis de uma organização, seja ela empresarial, sem fins lucrativos ou governamental.

Suas desvantagens são que os indicadores são contextuais e devem ser customizados para cada organização e cada finalidade, tornando-os de comparação muito difícil. Outra desvantagem é que os métodos são relativamente novos e não são facilmente aceitos pela sociedade e gestores, acostumados a se orientar somente pela perspectiva financeira.

Atualmente, dos 42 métodos identificados por Sveiby (2001), conforme anexo I, 22 (52,4%) são *Scorecard*, 12 (28,6%) são *Direct Intellectual Capital*, quatro (9,5%) são *Market Capitalization*, três (7,1%) são *Return on Assets* e um (2,4%) é misto DIC/MCM. Nota-se uma predominância dos métodos *Scorecard*, talvez por utilizarem médias financeiras e não financeiras, tornando-os mais completos.

No quadro 3, abaixo, segue um resumo com os últimos dez métodos colecionados por Sveiby (2001), com uma descrição sucinta.

Ano	Nome	Autor Proponente	Categoria	Descrição
2009	ICU Report	Sanchez (2009)	SC	ICU é resultado de um projeto, patrocinado pela UE, que estruturou um relatório de CI específico para universidades. Contem três partes: 1) Visão da instituição; 2) Sumário de atividades e recursos intangíveis e 3) Sistema de indicadores.
2008	EVVICAIE	Mc Cutcheon (2008)	DIC	Desenvolvido pelo Centro de Ativos Intelectuais da Escócia, como uma <i>web-based</i> baseado em uma ferramenta elaborada por Patrick H. Sullivan (1995/2000).
2008	Regional Intellectual Capital Index (RICI)	Schiuma, Lerro, Calucci (2008)	SC	Utilizando a concepção da <i>Knoware Tree</i> sob quatro perspectivas: hardware, netware, wetware e software, para criação de um conjunto de indicadores regionais.
2007	Dinamic monetary model	Milost (2007)	DIC	A valorização dos funcionários é feita através de uma analogia com avaliação de ativos tangíveis fixos.
2004	Intellectual asset-based Management (IAbM)	Ministério da Economia, Comércio e Indústria do Japão	SC	O relatório do IAbM contém: 1) Filosofia de gerenciamento; 2) Relatório do passado para o presente; 3) Relatório do presente para o futuro e 4) Indicadores de ativo intelectual.
2004	SICAP	União Européia	SC	Projeto patrocinado pela EU como um modelo geral especificamente desenhado para a administração pública em uma plataforma tecnológica, para o gerenciamento de serviços públicos.
2004	National Intellectual Capital Index	Bontis (2004)	SC	Um versão modificada do Navegador Skandia para as nações: a riqueza nacional é compreendida como o somatório de Riqueza Financeira e Capital Intelectual (Capital Humano + Capital Estrutural).
2004	Topplinjen/ Business IQ	SAndvik (2004)	SC	É uma combinação de quatro índices: 1) Índice de Identidade; 2) Índice de Capital Humano e 3) Índice de Reputação. Desenvolvido por uma empresa de consultoria norueguesa.
2003	Public sector IC	Bossi (2003)	SC	Modelo de CI para o setor público, elaborado por Garcia (2001) com duas perspectivas de particular importância para a administração pública: transparência e qualidade. Também identifica elementos negativos, o passivo intelectual, que é a diferença entre o gerenciamento ideal e o real, significa a dívida da entidade pública para com a sociedade.
2003	Danish Guidelines	Muritzen, Bukh & al. (2003)	SC	Uma recomendação do governo responsável pelo projeto de pesquisa para como as empresas Dinamarquesas devem reportar publicamente seus intangíveis. O relatório de CI compreende em: 1) Conhecimento narrativo; 2) um conjunto de desafios gerenciais; 3) o número de iniciativas e 4) indicadores relevantes.

Quadro 3: Métodos para mensuração de intangíveis

Fonte: Sveiby (2001)

Nota-se, conforme demonstrado no quadro 3, que muitos governos têm se envolvido na questão da mensuração de Capital Intelectual, como por exemplo, o Japão, a Dinamarca, a Noruega e a União Européia, por meio de parcerias com universidades e acadêmicos.

Como visto, há vários métodos que buscam mensurar o ativo intangível, mas nenhum é soberano e confiável ao ponto de proporcionar uma utilização em grande escala mundial, ou seja, procuram chegar ao porto seguro da contabilidade.

Como enfatizam Bukowitz e Williams (2002), referindo-se aos diversos métodos existentes no mercado, “nós ansiamos por um método de avaliação com a pesada estabilidade do sistema contábil que persistiu imutável por 500 anos”.

2.2.3 Capital Intelectual: Divulgação e Reporte

Intangíveis são recursos de valor e vantagem competitiva. De acordo com os conceitos já expostos, grande parte dos intangíveis não passa pelo teste de reconhecimento atribuído pela contabilidade. Os órgãos reguladores ainda não desenvolveram um sistema de relatórios adequados para prover os investidores e outros usuários com informações úteis na tomada de decisão de investimentos e de crédito.

A falta de informação adequada traz conseqüências prejudiciais tanto para a empresa quanto para os investidores que lidam com alto custo de capital e taxas de juros, além de informações assimétricas entre gestores e *stakeholders*. Como uma alternativa para suprimento da deficiência de informações, e impulsionada por

pesquisas internacionais, iniciou-se, em algumas empresas, a divulgação voluntária sobre os recursos intangíveis (LEV, CAÑIBANO e BERNARD, 2005).

Segundo Hendriksen e Breda (2007:529) as demonstrações complementares às demonstrações financeiras, desempenham uma função de ordem experimental que podem ser usadas como “métodos de desenvolvimento e experimentação com novas ilustrações e demonstrações”. Isso sugere que as demonstrações complementares podem ser utilizadas para a evidenciação de informações sobre o CI.

Segundo Lev (2001:95-96), a teoria econômica estabelece um ciclo fundamental entre as empresas e o mercado de capitais, cujas implicações podem ser virtuosas ou viciosas, com impactos para as empresas e seus funcionários. Informações deficientes podem provocar custo excessivo de capital, baixas compensações salariais e, em casos extremos, subavaliação na aquisição de uma companhia, principalmente em empresas com uso intensivo de conhecimento e em desenvolvimento.

Em estudo realizado por Carvalho e Ensslin (2006), foi feita uma investigação sobre o estado da pesquisa em evidenciação de CI, em contexto internacional, analisando 20 publicações, no período de 2000 a 2005, dos seguintes países: Austrália, Irlanda, Holanda, Nova Zelândia, Itália, África do Sul, Canadá, Malásia, Japão, Estados Unidos, Sri Lanka, Turquia, França, Alemanha, Índia, Espanha, Grécia, Hong Kong, Reino Unido e Portugal.

Nesse estudo, observa-se que as empresas preocupam-se mais com a divulgação de informações sobre o Capital Interno (organizacional) (40%), seguido por informações do Capital Externo (Clientes e Mercado) (25%) e pelo Capital

Humano (15%). O restante foi imputado às demais categorias (“não era foco da pesquisa” e “não identificado”).

Pablos (2002) identificou em sua pesquisa, com 19 empresas suecas pioneiras na divulgação de CI, três etapas de desenvolvimento no campo de CI: primeiramente, é implantado um modelo de gestão de capital intelectual, em seguida, são introduzidas métricas não financeiras para avaliação dos recursos intangíveis, e por fim, com a finalidade de gerar benefícios internos e externos, é iniciado o *disclosure* das métricas do capital intelectual.

Por meio desse estudo exploratório, verificou-se que a contabilidade do CI é mais do que simplesmente uma métrica não financeira: é um conjunto de informações estrategicamente importantes, tanto para os usuários internos quanto os externos. Outra constatação foi que as empresas pesquisadas reportam o CI pelos métodos, Navegador Skandia e Monitor de Intangível de Sveib.

Vandemaele, Vergauwen e Smits (2005) fizeram uma pesquisa comparativa entre empresas da Holanda, Suécia e Reino Unido em seus reportes de CI anuais, nos anos de 1998, 2000 e 2002, com o objetivo de analisar as tendências de divulgação/transparência ao longo dos anos. A conclusão foi que a Suécia está mais avançada em termos de divulgação. Todavia, houve uma queda na média calculada na pesquisa, de 2000 para 2002, sinalizando uma convergência no índice de divulgação entre os países analisados.

2.3 Capital Intelectual e a Contabilidade

O conceito de CI tem se desenvolvido com base na intensificação da importância dos ativos intangíveis para criação de valor em uma empresa, no atual estágio da economia denominada economia do conhecimento.

Edvinsson e Malone (1998) defendem que o Capital Intelectual corresponde à diferença entre o valor de mercado e o valor contábil de uma empresa, dando uma conotação de conceito novo, como uma alternativa para resolver uma falha de informação dos relatórios contábeis.

Quanto ao questionamento sobre a diferença entre o valor de mercado e seu valor contábil, são necessários alguns esclarecimentos. Primeiramente, o valor de mercado de uma companhia, com ações negociadas em bolsa, para ser considerado como o valor de uma empresa, precisa apresentar alto grau de pulverização das ações no mercado, o que não é a realidade de muitos países, inclusive o Brasil (ASSAF NETO, 2006).

Ademais, o valor das ações de uma companhia pode, por vários motivos, ter incorporado expectativas exageradas por parte dos investidores, resultando em “bolhas” que se desfazem com algum evento econômico importante. Sobre isso, Deutscher (2008:11) fez a seguinte observação:

“Os modelos apresentados por Edvinsson e Sveiby foram a base da explicação da “exuberância irracional” que se apossou da Nasdaq quando as ações de tecnologia alcançaram patamares de preços elevados e de baixa sustentação. [...] Na verdade a bolha da Nasdaq foi meramente uma onda especulativa, resultado do excesso de liquidez dos mercados financeiros, [...] Assim a explicação de que o valor do capital intelectual / ativos intangíveis era o responsável pelo valor das ações é uma explicação minimamente, enviesada”.

Outro fato constatado por Lopes e Martins (2007:155), no Brasil os investidores tem acesso as informações privilegiadas, pois o controle das empresas não é negociado no mercado, desta feita, comumente os acionistas majoritários, ou proprietários têm também o controle da gestão. É o caso dos gestores dos fundos de PE/VC

Em relação à crítica a respeito da defasagem dos números contábeis referentes aos intangíveis, há toda uma complexidade que nem sempre os críticos entendem, ou consideram. Sobre isso, Martins (2000:34) explica que:

“Quando, por exemplo, nos cobram a falta de registro do valor do *goodwill*, de uma marca, de um direito de concessão não pago, **do capital intelectual**, o que estão querendo é que, no fundo, calculemos o Valor Presente Líquido da empresa e aloquemos a diferença entre esse número e o nosso patrimônio contábil entre as diversas razões que o separam: diferença por valor de mercado distinto do valor contábil de cada ativo e passivo, *goodwill* etc. E a falta dessa complementação é que reduz a relevância das nossas demonstrações para quem está interessado “apenas” no futuro.”

Pode parecer, dadas as recentes discussões acadêmicas e propostas de métodos específicos para mensuração do CI, que esse conceito é novo. Todavia, segundo Martins (1972: 55-56), essa preocupação com o intangível existe desde o século XVI, quando foi citado o *goodwill* sob o aspecto legal.

Em 1891, Francis More apresentou à *Chartered Accountants Students Society of Edinburgh*, na Escócia, um artigo com alguns dos pensamentos da época sobre o assunto e, a partir de 1914, ampliou-se a discussão do *goodwill* entre contadores, advogados e economistas (MARTINS, 1972).

Brooking (1996:12) considera que o Capital Intelectual não é novo, e que estava presente desde quando o primeiro vendedor estabeleceu um bom relacionamento com um consumidor, então chamado *goodwill*.

Antunes (2000:86-87) observa a existência de semelhanças entre os fatores que geram o *goodwill* apresentados por Catlett e Onson *apud* Martins (1972:75) e os que geram o Capital Intelectual, apontados por Brooking (1996:17-18). No quadro 2, abaixo, foram selecionados e comparados alguns desses fatores para ilustrar as semelhanças:

Fatores que geram o <i>Goodwill</i>	Fatores que geram o Capital Intelectual
<ul style="list-style-type: none"> • Administração superior 	<ul style="list-style-type: none"> • Esforço da administração para alocar a pessoa certa na função certa, considerando suas habilidades • Valorização da cultura organizacional
<ul style="list-style-type: none"> • Organização ou gerente de vendas proeminentes 	<ul style="list-style-type: none"> • Avaliação do retorno sobre o investimento realizado em canais de distribuição
<ul style="list-style-type: none"> • Propaganda eficaz • Crédito proeminente como resultado de uma sólida reputação 	<ul style="list-style-type: none"> • Identificação dos clientes recorrentes • Mensuração do valor da marca
<ul style="list-style-type: none"> • Processos secretos de fabricação 	<ul style="list-style-type: none"> • Avaliação do retorno sobre o investimento realizado em Pesquisa & Desenvolvimento; • Existência de uma estratégia proativa para tratar a propriedade intelectual
<ul style="list-style-type: none"> • Boas relações com os empregados 	<ul style="list-style-type: none"> • Funcionário tratado como um ativo raro • Valorização das opiniões dos funcionários sobre os aspectos de trabalho; • Participação dos funcionários na elaboração dos objetivos traçados; • Encorajamento dos funcionários para inovar
<ul style="list-style-type: none"> • Excelente treinamento para os empregados 	<ul style="list-style-type: none"> • Existência de oportunidade para desenvolvimento profissional e pessoal • Sinergia entre os programas de treinamento e os objetivos corporativos

Quadro 4: Semelhanças entre os fatores que geram *Goodwill* e Capital Intelectual

Fonte: Martins (1972:75) e Brooking (1996:17-18)

Marion (2000) *in* (IUDÍCIBUS e MARION, 2007) atenta para algumas particularidades entre o *goodwill* e o capital intelectual, embora os dois conceitos tentem assumir a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil (ainda que este não seja o enfoque correto do *goodwill*): o *goodwill* sugere uma amortização ao longo dos anos, conotando uma vantagem temporal e limitada, enquanto o capital intelectual não sugere uma amortização, dando uma idéia de vantagem em relação ao futuro e sugerindo uma vantagem progressiva em constante renovação.

Edivinsson e Malone (1998:3-4) ressaltam que o Capital Intelectual esconde-se no interior do mais misterioso lançamento contábil, o *goodwill*, e apontam que, tradicionalmente, esse enfatiza ativos incomuns, mas existentes, como as marcas registradas. E o CI abrange os ativos mais difíceis de serem expressos, como a capacidade de uma empresa apreender e adaptar-se.

Observa-se o reconhecimento de que o Capital Intelectual está contido no *goodwill*, corroborando as conclusões de Antunes e Martins (2002:52-53), de que o *goodwill* apresenta-se com um conceito mais abrangente, e o Capital Intelectual como uma tentativa de identificar e mensurar intangíveis que, enquanto não identificados, continuam sendo *goodwill*.

Ainda que algum modelo de Capital Intelectual conseguisse identificar e mensurar todos os ativos intangíveis, o *goodwill* continuaria a existir sobre o enfoque sinérgico. Nesse contexto, Monobe (1986: 205) afirma que:

Mesmo que todos os Ativos intangíveis sejam identificados e mensurados os seus valores econômicos ou de uso, [...] restaria o efeito sinérgico resultante da combinação dos Ativos utilizados no processo operacional. [...] O correndo sinergia positiva, o valor da empresa seria sempre maior que a soma dos valores econômicos de todos os Ativos utilizados, sem exceção.

Portanto, o Capital Intelectual não é um conceito novo, mas tem o mérito de uma nova abordagem para identificar e mensurar os ativos intangíveis, diminuindo assim o *goodwill* subjetivo, não contabilizado.

O tratamento que a contabilidade tem dispensado aos intangíveis traz à empresa da nova economia situações indesejadas, que podem levar os usuários das informações a entendimentos contrários a real situação:

- Pode induzir a tomadas de decisões contrárias à valorização dos ativos intangíveis, à inovação e à melhoria contínua;
- Os sistemas contábeis em vigor refletem, em grande medida, o passado, e os ativos intangíveis e baseados no conhecimento estão voltados ao futuro.

Conforme já exposto neste trabalho o conceito de capital intelectual se aproxima em várias partes do fenômeno estudado pela contabilidade como goodwill, todavia o principal problema ainda continua, a contabilidade não considera os intangíveis que não se classificam do ponto de vista conceitual de ativo intangível e, portanto os usuários das informações contábeis não dispõem de informações relevantes de empresas, principalmente das que fazem uso intensivo de conhecimento.

Por outro lado, a contabilidade como ciência e sob uma abordagem sistêmica, tem os seus limites ampliados, segundo Ludícibus (2004:28), a contabilidade pode ser conceituada como o “método de identificar, mensurar e comunicar informação econômica, financeira, física e social, a fim de permitir decisões e julgamentos adequados por parte dos usuários da informação”, portanto o conceito sustenta uma abordagem gerencial possivelmente abarcando os métodos de mensuração de CI.

Tradicionalmente a contabilidade gerencial tem atendido às necessidades de gestores com informações financeiras sobre custo e rentabilidade de produtos, serviços, clientes e atividades, mas recentemente expandiu-se com o objetivo de fornecer informações com medidas não financeiras, tais como: qualidade e tempos de processos, mensuração da satisfação do cliente, capacidade do funcionário e desempenho de novos produtos (ATKINSON, BANKER, *et al.*, 2008, p. 36-37).

Ainda segundo Atkinson, Banker, *et al.* (2008:36) a contabilidade gerencial pode ser definida como um “processo de identificar, mensurar, relatar e analisar as informações sobre os eventos econômicos da organização”. Pela definição apresentada, a contabilidade teria em seu campo de atuação condições para gerir um método específico de mensuração de CI.

Para Glautier e Underdown (1983:218), a contabilidade financeira tem um foco administrativo e gera informações aos acionistas e investidores referentes ao resultado obtido pela gestão de um determinado período que abrange o relatório contábil, ou seja, o passado. Já a contabilidade gerencial tem o compromisso de gerar informações para a tomada de decisão e, para tanto leva em consideração mais o futuro do que o passado, corroborando com o que Edvinsson e Malone (1998:58) defendem: “enquanto a contabilidade tradicional, pela sua própria estrutura, constitui-se principalmente em um instrumento de apresentação do passado, o Capital Intelectual, constitui-se fundamentalmente de um instrumento de navegação do futuro”.

Almeida, Parisi e Pereira (1999:369-370) advogam que a contabilidade, como ciência, tem uma rica base conceitual e, se interagida de forma multidisciplinar, com outros ramos do conhecimento, pode buscar uma construção de uma via alternativa à contabilidade tradicional, cuja base conceitual é inadequada para modelar as

informações de que os gestores necessitam. Os autores ainda complementam que a controladoria seria uma evolução natural desta contabilidade praticada.

Na visão de Glautier e Underdown (1983), as raízes da teoria da contabilidade estão na teoria da decisão, na teoria da mensuração e na teoria da informação, sendo:

- Teoria da decisão: esforço para explicar como as decisões são atualmente tomadas, como as decisões deveriam ser tomadas levando em consideração os padrões estabelecidos para as melhores ou ótimas decisões.
- Teoria da Mensuração: quais eventos ou objetos devem ser medidos, quais padrões ou escalas devem ser usados e qual deve ser a dimensão da unidade da mensuração.
- Teoria da Informação: o uso eficiente das informações considerando o confronto de seus custos para a obtenção e os benefícios derivados de seu uso.

De acordo Padoveze (2007:3) a controladoria é a ciência contábil evoluída e pode ser definida como uma “unidade administrativa responsável pela utilização de todo o conjunto da Ciência Contábil dentro da empresa”.

Antunes (2004:258) através de sua pesquisa, constatou ser a Controladoria uma área profícua para atender às necessidades de informação sobre o Capital Intelectual:

...existe uma predisposição positiva dos gestores para a aplicação de modelos gerenciais que contemplem os elementos intangíveis que identificam o Capital Intelectual, caso esse viesse a estar disponível, tendo sido indicada a Controladoria como a área da empresa mais adequada para gerenciar o modelo.

Portanto, a utilização da contabilidade, como ciência, principalmente com o enfoque nas teorias da decisão, da mensuração e da informação (GLAUTIER e UNDERDOWN, 1983), a contabilidade gerencial ou modernamente a controladoria tem condições de evoluir e inserir algum método de mensuração de CI como parte integrante do sistema de informações gerenciais.

3 A INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Este capítulo será dedicado a descrever, de forma sucinta, a evolução histórica da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* nos Estados Unidos e no Brasil, bem como a estruturação da indústria no Brasil, os veículos de investimentos comumente utilizados, e por fim o ciclo de investimentos.

3.1 Evolução Histórica

A chamada indústria de *Private equity* e *Venture Capital* (PE/VC), é uma atividade de intermediação entre investidores de capital de risco e empresas emergentes, com o objetivo de estruturar a empresa investida e prepará-la para uma possível abertura de capital em bolsa de valores ou para a venda a um comprador estratégico. Basicamente temos quatro partes que compõem a indústria: os investidores, os gestores, os veículos de investimento e as empresas investidas. O gestor de fundos de PE/VC é a figura central, pois atua na captação dos veículos de investimentos, através da obtenção de capital de investidores, e gerem todo o processo de investimento, desde a seleção de empresas para o portfólio, como seu monitoramento e sua saída.

A atividade de capital de risco se desenvolveu nos Estados Unidos inicialmente para apoiar as pequenas e médias empresas (PMEs) em grandes no período de grandes crises. Após a crise de 29, foi criado em 1932 o *Reconstruction Finance Corporation* para apoiar financeiramente as pequenas e médias empresas

na Depressão. Mas a atividade propriamente dita, de capital de risco, iniciou suas atividades em 1946 com a criação da *American Research and Development (ARD)*, liderada pelo general Georges Doriot, professor de Harvard e o principal nome ligado a construção da atividade de PE/VC nos Estados Unidos, e até hoje lembrado com o “pai do capital de risco”. A ARD foi responsável por diversos investimentos na área de tecnologia, um dos mais conhecidos foi o investimento na Digital Equipment, que foi uma das pioneiras no ramo da computação, posteriormente incorporada pela Compaq. Já em 1953, foi fundada a Small Business Administration (SBA), com o intuito de fortalecer as PMEs com financiamentos e garantias a empréstimos de baixo custo. Em 1958 o setor foi regulamentado com a Lei dos Investimentos em Pequenas Empresas, e assim surgiram as Small Business Investment Companies, cuja principal característica foi o fornecimento de capital a longo prazo através de empréstimos e emissão de debêntures conversíveis (LEONARDOS, 1985, p. 45 e 46).

Na década de 70, os Estados Unidos experimentou um grande crescimento no volume de recursos disponibilizados para as PMEs, isso se deu principalmente por duas medidas Governamentais: uma instrução do Ministério do Trabalho permitindo que os fundos de pensão investissem, uma parcela, em companhias de *Venture Capital* e, a redução da tributação de ganhos de capital de 49% para 28% em 1978 e de 28% para 22% em 1981. Essas medidas proporcionaram um elevado crescimento no volume administrado pelas companhias de *Venture Capital*, saltando de 4,5 bilhões de dólares em 1980 para 14 bilhões de dólares em 1984, como também o número de companhias de *Venture Capital* aumentou no período de 300 para 450. (SÁ, 1985).

O sucesso da evolução da indústria de PE/VC nos Estados Unidos inspirou vários países a desenvolver a atividade de capital de risco. No Brasil a idéia começou a ser debatida nos anos 80, onde algumas iniciativas foram implementadas. A Brasilpar foi uma das pioneiras na formação de uma companhia de investimentos em capital de risco. Como uma opção de fomentar as empresas de médio e pequeno porte, principalmente nas atividades de tecnologia, juntaram-se vários empresários de diversos ramos de atividade e formaram uma *holding* de participação, pois na época não existia um veículo próprio de investimento regulamentado, como nos dias de hoje (COSTA, 2006).

3.2 Estruturação da indústria no Brasil

A partir dos anos 90, com a melhora da economia e o controle inflacionário, começou-se a organização da indústria como a conhecemos hoje, em 1994 a CVM regulamentou os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), através da instrução normativa CVM 209. Um dos objetivos desta regulamentação era favorecer tributariamente os investidores, encorajando-os no interesse por este veículo de investimento, pois os ganhos advindos das vendas das ações das companhias investidas só serão tributados na liquidação do fundo, a uma taxa equivalente às aplicadas aos fundos de ações ou renda variável. A IN 209/94, prevê que os FMIEE tenham duração no máximo de 10 anos contados da data de autorização de funcionamento pela CVM. As chamadas empresas emergentes, objeto de investimento dos Fundos, tem como principal característica o faturamento anual bruto inferior a R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais) e também o controle das ações das empresas emergentes não podem pertencer a

grupos de empresas, de fato ou de direito, com o patrimônio líquido superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).

Já em 2003 a CVM, através da instrução normativa 391, instituiu os fundos de investimentos em participações (FIP), com objetivo de ampliar a atuação de PE/VC em empresas que não se enquadrem no conceito de empresas emergentes, conforme regulamento estipulado pela IN209/94. Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006, p. 57), os FIP em relação aos FMIEE: 1) removem as limitações de tamanho das companhias investidas; 2) regulamentam a participação dos gestores e administradores no processo decisório das companhias investidas; 3) adotam um modelo de governança do fundo composto de comitês de investimento e técnico e conselhos consultivos; 4) regulamentam processos decisórios de investimento e desinvestimento; 5) obrigam à transparência de informação para os cotistas, e 6) requerem que as regras contábeis de avaliação de investimentos e cotas sejam estabelecidas no regulamento do fundo.

Outra modalidade de fundo menos utilizadas pela indústria de PE/VC, são os instituídos pela Instrução Normativa CVM 409 de 2004, onde podem ser constituídos vários tipos de fundos fechado ou abertos, com destaque para os fundos de ações, que são mais utilizados para investimento de PE do tipo PIPE (*private investment in public equity*) e mezanino (investimento em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento e direitos de subscrição).

No Brasil, a diferenciação entre os termos *Venture Capital* (VC) e *Private Equity* (PE), estão relacionados ao estágio de desenvolvimento das empresas investidas em seu primeiro investimento. VC abrange as empresas que estão em

estágio de desenvolvimento da idéia ou do conceito do negócio e estão subdivididas em:

- 1) capital semente (*seed capital*): caracterizado por pequenos aportes feitos na fase pré-operacional, para desenvolvimento de um produto, testes de mercado ou registro de patentes;
- 2) estruturação inicial (*Start-up*): empresas que estão na estruturação inicial do negócio, em geral em seu primeiro ano de funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente;
- 3) Estágio inicial (*Early Stage*): financiamento de empresas que estão em estágio inicial e já tem produtos e serviços comercializados, usualmente, com até 4 anos de operação e faturamento superior a R\$ 9 milhões. (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006) e (GVCEPE, Dezembro de 2008).

Na modalidade PE, as empresas que já se desenvolveram e necessitam passar para um novo patamar, seja para financiar novas aquisições ou para abrir seu capital em bolsa de valores e estão subdivididas em:

- 1) Expansão (*expansion*): aportes de capital para expansão de empresas que já vendem seus produtos;
- 2) Estágio avançados (*Later Stage*): aporte em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresentam fluxo de caixa estável e positivo;
- 3) tomada de controle (*Buyout*): aquisição de controle de empresas em estágio avançado do desenvolvimento;
- 4) Mezanino: Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos

híbridos de financiamento, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição, e

5) PIPE (*private investment in public equity*): é um estágio a parte, representado a aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa que possuem baixa liquidez e nas quais as organização gestora possa atuar ativamente na gestão estratégica (i.e. monitoramento e governança corporativa) (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006) e (GVCEPE, Dezembro de 2008) .

Segundo a pesquisa GVcepe (2008), as empresas em portfólio representavam as seguinte divisão em estágio, por ordem de representatividade:

- PE *Expansion* (43%)
- VC *Early Stage* (17%)
- Negociada em Bolsa (15%)
- VC *Startup* (12%)
- PE *Later Stage* (8%)
- VC *Seed* (5%)

Furtado (2010) apresentou no Congresso da ABVCAP uma prévia do censo da indústria de PE/VC GVcepe 2010, com base em dezembro de 2009, o número de 140 entidades gestoras com um capital comprometido de US\$ 34 bilhões e com 554 companhias em seu portfólio.

3.3 Veículos de Investimentos

Para aportar os recursos, nas empresas investidas, as organizações gestoras se utilizam de veículos de investimentos. No Brasil usualmente são utilizados os fundos normatizados pela CVM, já descritos anteriormente, as *limited partnership* (LP) e holdings. Segundos dados levantados na pesquisa da GVcepe (2008), o veículo de investimento mais utilizado, por capital comprometido, foram os regulamentados pela CVM (39%), seguidos da *Limited Partnership* (34%), Investimento direto (17%), outros (7%), *Holding* (2%) e divisão de empresa não financeira (1%).

A *Limite Partnership* é um dos veículos mais utilizado nos Estado Unidos, pois possui vantagens tributárias e legais. Outros países como Canadá, Chile e alguns paraísos fiscais como as Ilhas Cayman, Panamá e Bermudas também introduziram em seus sistemas jurídicos esse tipo de estrutura (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006, p. 54).

3.4 Ciclo de Operação

Quanto ao ciclo de operação de PE/VC, basicamente se divide em cinco grandes fases:

1. captação de recursos: captação de recursos para os novos veículos de investimentos, ou captação adicional para os veículos existentes;

2. originação e seleção de investimentos: identificação de oportunidades de oportunidades e seleção de empresas que receberam os aportes,
3. estruturação e execução dos investimentos: negociação dos termos, montagem da estrutura financeira e realização dos aportes segundo metas preestabelecidas;
4. monitoramento e adição de valor: acompanhamento do desenvolvimento da empresa, através da participação no conselho de administração, avaliação contínua de desempenho e intervenções na administração para agregação de valor, como por exemplo, negociação com clientes, bancos, fornecedores, estruturação de aquisições, contratação de executivos, e
5. preparação e execução da saída: busca de liquidez para o investimento de forma a facilitar a venda da participação detida pelo veículo, com o objetivo de alcançar um bom retorno sobre o capital (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006, p. 67).

4 PESQUISA

Neste capítulo, no primeiro tópico, se demonstra as ações metodológicas utilizadas na pesquisa por meio da identificação da população, amostra, coleta de dados e caracterização da amostra. No segundo tópico será apresentado o resultado da pesquisa e sua análise.

4.1 Ações Metodológicas

Segundo Richardson (1999), uma pesquisa pode ser um estudo exploratório, quando não se tem informação sobre determinado tema e se deseja conhecer o fenômeno; pode ser um estudo descritivo, quando se deseja descrever as características de um fenômeno, e um estudo explicativo, quando se deseja analisar as causas ou conseqüências de um fenômeno.

Este trabalho se classifica como um estudo exploratório, pois se pretende conhecer a importância atribuída à mensuração e divulgação do Capital Intelectual pelos gestores e investidores institucionais de *Private Equity* e *Venture Capital*, e é um tema ainda pouco explorado.

4.1.1 População

Como apontam Anderson, Sweeney e William (2007:12), a população “é o conjunto de todos os elementos de interesse em um estudo”. A população alvo deste

estudo é constituída pelos gestores de fundos de PE/VC e investidores institucionais de PE/VC, com capital comprometido no Brasil.

Os gestores de PE/VC foram identificados pelo Panorama da Indústria de *Private Equity e Venture Capital* - dezembro 2008, pesquisa realizada pelo Centro de Estudos em *Private Equity e Venture Capital* (GVcepe), da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV-EAESP).

Conforme a pesquisa, foram identificados 143 gestores atuantes no mercado brasileiro, dos quais 127 participaram da pesquisa e 121 permitiram sua publicação, conforme demonstrado na lista do Anexo 2. O valor total de capital comprometido levantado pela referida pesquisa foi de US\$ 26,65 bilhões, mas considerando somente os que permitiram a publicação seria de US\$ 22,02 bilhões (Anexo 2). Portanto para este trabalho, foi considerado o conjunto de 121 gestores com o capital comprometido de US\$ 22,02.

Referente aos investidores institucionais, a pesquisa da GVCEPE (dezembro de 2008) não identificou qual seria o número de instituições participantes na indústria de PE/VC no Brasil, mas somente o valor total de capital comprometido, US\$ 10,68 bilhões, assim divididos:

- Fundos de Pensão (US\$ 7,20 bilhões);
- Bancos (US\$ 1,87);
- Governo e Empresas Públicas (1,07 bilhões);
- Instituições Multilaterais (0,27 bilhões);
- Seguradoras (0,27 bilhões).

4.1.2 Amostra

A amostra pode ser definida como um subconjunto da população e dividida em amostra probabilística, em que os elementos têm a mesma probabilidade de serem escolhidos, e amostra não probabilística, em que os elementos são escolhidos por determinado critério. As amostras não probabilísticas poder ser dos tipos acidentais ou intencionais (seleção racional) (RICHARDSON, 1999).

A amostra utilizada na pesquisa foi **não probabilística e intencional**, e o critério para a seleção de gestores foi o volume de capital comprometido, além da viabilidade de obtenção de participação na pesquisa, respeitando cada modalidade de fundo, conforme divulgado pela pesquisa GvCepe (dezembro de 2008) Anexo 3.

Na seleção dos investidores institucionais, como esses não foram identificados na pesquisa GVcepe (dezembro de 2008), o critério foi as instituições mais conhecidas, com participação ativa na indústria de PE/VC, conforme o julgamento do autor que atua na área há mais de 15 anos.

Quanto à representatividade da amostra, Richardson (1999:167) afirma que “se a população tem mais de 10.000 elementos e a fração de amostragem é de pelo menos 0,1 (10%), a amostra tem uma probabilidade aceitável de ser representativa”.

Foram selecionados 22 gestores, e 20 participaram da pesquisa. Com isso, nossa amostra efetiva é composta por 20 gestores de fundos de PE/VC, com capital comprometido total de US\$ 9,04 bilhões, o que corresponde a 41,05% do conjunto de US\$ 22,02 bilhões. Em termos quantitativos, a amostra de 20 gestores corresponde a 16,53% do conjunto de 121 gestores. Portanto, **julga-se representativa a amostra selecionada.**

Cabe ainda destacar que, de todas as instituições selecionadas na amostra, todas participaram da pesquisa, portanto, obteve-se um índice 100% de repostas.

O subconjunto selecionado de 20 gestores está subdividido em quatro modalidades de PE/VC: *Private Equity, Balanced* (PE/VC, Mezanino e/ou PIPE), *Venture Capital – Early Stage* e *Venture Capital – Seed*.

A modalidade *Private Equity* tem como característica investir em empresas em desenvolvimento, que precisam de capital para mudar de patamar, tanto para se consolidar no mercado quanto para abrir seu capital na bolsa de valores. Desse modo, nesse tipo de fundo, os valores aportados são maiores do que em outras modalidades.

Nota-se, por meio do quadro 5, abaixo, que o volume de capital comprometido, US\$ 5,93 bilhões, tem um grande peso perante a amostra total, pois representa 65,60% do capital comprometido da amostra selecionada. Contudo, deve-se esclarecer que isso não decorre de uma anormalidade na escolha da seleção, e sim de uma particularidade dos fundos dessa modalidade.

Observa-se também que o GP *Investments*, o maior fundo do Brasil, tem um capital comprometido de US\$ 2,7 bilhões, o que corresponde a 46,17% da amostra dessa modalidade e a 10,28% da amostra total:

INSTITUIÇÃO	LOCALIZAÇÃO	CAPITAL COMPROMETIDO (Valores em US\$ Milhões)
GP Investments	São Paulo	2.739
Advent International	São Paulo	1.520
AIG PE	São Paulo	930
NSG Capital	Rio de Janeiro	391
Stratus	São Paulo	303
Green Capital	São Paulo	50
TOTAL		5.933

Quadro 5: Seleção de Amostra - Gestores Modalidade Private Equity
Fonte: GVCEPE E INSTITUTO ENDEAVOR (2008)

A modalidade *Balanced*, em que foram selecionados quatro gestores, apresenta uma particularidade: os gestores utilizam vários veículos que atuam em mais de uma modalidade/estágio (PE/VC, Mezanino e/ ou PIPE). Entre os gestores, conforme o quadro 5, abaixo, destaca-se o Gávea Investimentos, um fundo gerido pelo ex-presidente do Banco Central, Armínio Fraga, que responde por 42,53% da amostra dessa modalidade:

INSTITUIÇÃO	LOCALIZAÇÃO	CAPITAL COMPROMETIDO (Valores em US\$ Milhões)
Gávea Investimentos	Rio de Janeiro	1.062
ABN AMRO Real	São Paulo	566
BRZ Investimentos	São Paulo	448
Dynamo	Rio de Janeiro	421
TOTAL		2.497

Quadro 6: Seleção de amostra – Gestores Modalidade Balanced

Fonte: GVCEPE E INSTITUTO ENDEAVOR (2008)

Na categoria *VC Early*, como demonstrado no quadro 6, abaixo, totalizaram-se R\$ 0,49 bilhões, o que significa apenas 1,84% da amostra total, embora haja a participação de um pequeno percentual em relação ao capital comprometido. Segundo a pesquisa GVCepe (2008), é a categoria que mais possui empresas investidas:

INSTITUIÇÃO	LOCALIZAÇÃO	CAPITAL COMPROMETIDO (Valores em US\$ Milhões)
Rio Bravo	São Paulo	149
FIR Capital Partners	São Paulo	106
DGF Investimentos	São Paulo	75
JB Partners	Rio de Janeiro	68
Intel Capital	São Paulo	50
CRP	Porto Alegre	42
TOTAL		490

Quadro 7: Seleção da Amostra - Modalidade VC Early

Fonte: GVCEPE E INSTITUTO ENDEAVOR (2008)

A característica principal da modalidade *VC Seed* é que, conforme a pesquisa GVCepe (2008), é a modalidade de PE/VC que mais recebe incentivo do governo,

posto que o fundo investe em empresas que estão iniciando suas atividades, além de ser interesse do Governo ampliar o empreendedorismo.

Um dos exemplos é a Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP. Os valores investidos, em cada empresa, não são altos; dessa maneira, o capital comprometido desses fundos é modesto, como demonstrado no quadro 8, abaixo. O capital comprometido da amostra nessa modalidade ficou em US\$ 117 milhões, o que corresponde a 0,44% da amostra total:

INSTITUIÇÃO	LOCALIZAÇÃO	CAPITAL COMPROMETIDO (Valores em US\$ Milhões)
Antera	Rio de Janeiro	60
InvestTech	São Paulo	35
DLM Confrapar	Belo Horizonte	12
Ace Venture Capital	Rio de Janeiro	10
TOTAL		117

Quadro 8: Seleção da Amostra - Modalidade VC Seed

Fonte: GVCEPE E INSTITUTO ENDEAVOR (2008)

A amostra dos Investidores Institucionais, já comentada, foi selecionada com a intenção de se obter a participação das instituições mais conhecidas no mercado de PE/VC, com as modalidades descritas na população, Fundo de Pensão, Bancos, Governo e Empresas Públicas, Instituições Multilaterais e Seguradoras.

Dos tipos citados, não foram selecionadas instituições bancárias e Seguradoras, por falta de informações sobre quais entidades, das citadas modalidades, participam no mercado de PE/VC. As instituições selecionadas são as seguintes:

- PETROS (Fundo de pensão da Petrobrás);
- FUNCEF (Fundo de pensão da Caixa Econômica Federal);
- PREVI (Fundo de pensão do Banco do Brasil);
- CERES (Fundação de Seguridade Social);
- BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento);

- FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos);
- BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento – Instituição Multilateral).

Observa-se, na amostra de Investidores Institucionais, que das sete instituições selecionadas, quatro são fundos de pensão, e isso, de certa forma, alinha-se à composição do conjunto, em que os fundos de pensão representam 67,42 %.

4.1.3 Coleta de dados

O instrumento utilizado para a coleta de dados primários foi um questionário com 13 questões (Apêndice), estruturado com questões abertas e fechadas, seguindo a ordem dos objetivos específicos da pesquisa. O questionário foi disponibilizado em um link com o sistema Google Docs, que armazenou todos os questionários enviados, de forma a possibilitar um estudo estatístico em planilha eletrônica. Os respondentes foram contatados por e-mail, telefone e contatos pessoais.

Richardson (1999:197) orienta nos cuidados devidos quando da construção de um questionário: “a hora para a elaboração do questionário é a revisão da literatura sobre o tema e a própria experiência do pesquisador. [...] e pedir a especialistas que revise”.

O questionário foi estruturado com base no referencial teórico, na experiência do autor, e em alguns estudos acadêmicos (ANTUNES, 2004), (RIBEIRO e TIRONI, 2007), relevantes para nortear sua construção. Antes de seu envio, foi feito um pré-

teste com um gestor, com vasta experiência no setor, e dois acadêmicos que conhecem a Indústria de PE/VC, e que fazem parte do Centro de Estudos em *Private Equity e Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas.

4.1.4 Caracterização da amostra

A caracterização da amostra é de forma diferenciada para cada grupo: Investidores institucionais estão caracterizados por tipo de atividade, e as organizações gestoras quanto à modalidade e ao volume de capital comprometido. Os respondentes, como indivíduo, estão caracterizados pelo cargo que ocupam e pela quantidade de anos dedicados à atividade de PE/VC, demonstrando assim sua experiência.

Em relação aos investidores institucionais, foram obtidas sete respostas, sendo quatro fundos de pensão (57,14%), duas instituições governamentais (28,57%) e uma instituição multilateral (14,29%), o que corresponde a 100% da amostra.

Quanto aos gestores de fundos de PE/VC, conforme a tabela 1, as modalidades apresentam uma distribuição equitativa em relação ao número de respondentes. *Private Equity e Venture Capital – Early Stage* representam, cada uma, 30% do total das organizações gestoras respondentes, seguidas das modalidades *Venture Capital – Early Stage* e *Venture Capital – Seed* com 20%, cada. O peso maior, referente ao capital comprometido, apresentado pela modalidade de *Private Equity* (82%), já foi tratado no sub-capítulo 4.1.2, que trata da amostra:

Tabela 1: Distribuição das Organizações Gestoras por modalidade

Categorias	Freq	%	Milhões US\$	%
Private Equity	6	30,00%	5.933	82,1%
<i>Balanced</i> (PE/VC, Mezanino e/ou PIPE)	4	20,00%	2.497	12,2%
Venture Capital – Early Stage	6	30,00%	490	4,8%
Venture Capital – Seed	4	20,00%	117	1,0%
Totais	20	100,00%	9.037	100%

Com relação ao perfil individual dos respondentes, conforme demonstrado na tabela 2, 82% ocupam cargo de gerência e diretoria, demonstrando que a maioria participa ativamente na tomada de decisões e suas opiniões têm um peso grande nas organizações:

Tabela 2: Perfil dos respondentes por cargo

Cargo	Freq	%
Sócio e Diretor	17	63%
Gerente	5	19%
Analista	5	19%
Totais	27	100%

Ainda em relação aos respondentes, a tabela 3 demonstra que 74% atuam na área de PE/VC há mais de quatro anos, o que reflete na experiência e no conhecimento da área, e por conseqüência, sugere respostas com uma maior profundidade de conhecimento:

Tabela 3: Perfil dos respondentes por experiência na área de PE/VC

Anos de atuação	Freq	%
de 1 a 3 anos	7	26%
de 4 a 6 anos	6	22%
de 7 a 9 anos	3	11%
de 10 a 12	7	26%
mais de 12 anos	4	15%
Totais	27	100%

4.2 Apresentação e Análise dos Resultados

A apresentação dos resultados da pesquisa obedecerá a ordem das questões do questionário, Anexo 1, que por sua vez está dividido de acordo com os três objetivos da pesquisa: o primeiro bloco trata da importância da mensuração e gestão do CI, o segundo trata dos indicadores de CI e o terceiro da divulgação de informações sobre o CI.

4.2.1 Do objetivo 1

Objetivo 1: Verificar a importância e quais métodos a indústria de PE/VC utilizam para a mensuração e gestão do Capital Intelectual.

A avaliação quanto ao índice de importância da gestão do capital intelectual foi elaborada com base na seguinte afirmação: considerando que uma grande parcela dos investimentos efetuados por meio de PE/VC ocorre em empresas com grande concentração de Ativo Intangível, é imprescindível o gerenciamento do Capital Intelectual.

Conforme a Tabela 4, apurou-se um índice significativo de concordância com a importância da gestão do capital intelectual de 85%, se considerada como aprovação efetiva a escolha das alternativas concordo totalmente e concordo. Os investidores atribuem uma maior importância se comparados aos gestores, visto que

100% dos Investidores concordam totalmente e concordam, contra 80% dos gestores.

Santiago Júnior e Santiago (2007), em pesquisa realizada com empresas que atuam e desenvolvem projetos, produtos e serviços no Brasil, detectaram um índice em torno de 63% de respondentes que aderiram às alternativas concordo totalmente e concordo, com a medição dos resultados da gestão do conhecimento e do capital intelectual.

Tabela 4: Resultados sobre o índice de importância de gestão do capital intelectual

Grau de Concordância	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Concordo Totalmente	8	40%	3	43%	11	41%
Concordo	8	40%	4	57%	12	44%
Concordo Parcialmente	4	20%	0	0%	4	15%
Discordo	0	0%	0	0%	0	0%
Discordo Totalmente	0	0%	0	0%	0	0%
Totais	20	100%	7	100%	27	100%

Quanto ao índice de importância na utilização de métodos específicos para a mensuração do CI, foi considerada a seguinte afirmação: para gerenciar os ativos intangíveis, é necessária a utilização de métodos específicos de avaliação e mensuração do Capital Intelectual. Os resultados sobre o índice de concordância, conforme a Tabela 5, tiveram também boa aderência, mas não tanto quanto na questão anterior.

O índice geral de concordância foi de 67%, e houve também discordância de 4%. Os investidores continuam dando mais importância do que os gestores, mas de uma forma menos acentuada do que a questão sobre a importância da gestão do CI;

na alternativa concordo totalmente, os investidores contabilizaram 57%, contra 30% dos gestores:

Tabela 5: Resultados sobre o índice de importância de métodos específicos para mensuração do CI

Grau de Concordância	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Concordo Totalmente	6	30%	4	57%	10	37%
Concordo	6	30%	2	29%	8	30%
Concordo Parcialmente	7	35%	1	14%	8	30%
Discordo	1	5%	0	0%	1	4%
Discordo Totalmente	0	0%	0	0%	0	0%
Totais	20	100%	7	100%	27	100%

Sobre o resultado de índice do conhecimento de métodos específicos para mensuração de CI, foi considerada a seguinte questão: Tem conhecimento de algum método específico de avaliação e mensuração do Capital Intelectual? Em seguida: se sim, indique qual (is).

Na Tabela 6, foram apresentados os resultados que indicam uma equidade entre os que conhecem algum método, 48%, e os que não conhecem, 52%. Nesse quesito, os gestores representam 50% das respostas afirmativas, e os investidores 43%, ficando muito próximo o índice de conhecimento entre as duas categorias de respondentes:

Tabela 6: Resultado sobre o índice de conhecimento de métodos de mensuração de CI

Respostas	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Resposta afirmativa	10	50%	3	43%	13	48%
Resposta negativa	10	50%	4	57%	14	52%
Totais	20	100%	7	100%	27	100%

Dos 13 (48%) que afirmaram conhecer algum método específico de mensuração de capital intelectual, 47% citaram o BSC de Kaplan, seguidos igualmente com 21% cada, *Rating* BNDES e “Q” de Tobin, conforme a Tabela 7.

De acordo com Pablos (2002), na Europa, os métodos mais conhecidos e divulgados são: Navegador Skandia (Edvinsson e Malone 1997), Monitor de Ativo Intangível (Sveiby 1997), *Technology Broker* (Brooking 1996) e *Competence-based Strategic Management Model* (Bueno 1998).

Nota-se que o *Rating* BNDES, em segundo lugar, demonstra que o trabalho do BNDES em parceria com a Universidade do Rio de Janeiro está começando a aparecer. Em outubro de 2007, o BNDES promoveu um seminário sobre capitais intangíveis, e na oportunidade, apresentou sua metodologia denominada *Rating* BNDES.

Antunes (2004:245), em sua pesquisa com 30 gestores de grandes empresas brasileiras, informa que cinco utilizam o *Balanced Scorecard*, representando quase 17%:

Tabela 7: Resultado de índice de métodos citados

Métodos citados	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
BSC	8	53%	1	25%	9	47%
<i>Rating</i> BNDES	4	27%	0	0%	4	21%
"Q" de Tobin	1	7%	1	25%	2	11%
Modelo próprio	2	13%	0	0%	2	11%
Monitor Sveib	0	0%	1	25%	1	5%
Navegador Skandia	0	0%	1	25%	1	5%
Totais	15	100%	4	100%	19	100%

Do total dos 27 respondentes, apenas seis utilizam algum método específico para mensuração de capital intelectual em suas investidas, representando um índice de 22%, conforme a Tabela 8. Se considerada a recente evolução do conceito de Capital Intelectual e, por conseguinte, a divulgação de métodos específicos para mensuração de CI, é de se supor que o resultado esteja dentro do esperado.

Na pesquisa desenvolvida por Antunes (2004:245), das 30 empresas respondentes, 15 utilizavam sistemas de gestão que gerenciam alguns indicadores

de Capital Intelectual, mas somente cinco utilizavam método específico para gerenciamento do Capital intelectual, correspondendo a 17% da amostra:

Tabela 8: Resultado de índice de utilização de métodos específicos de mensuração de CI

Respostas	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Resposta afirmativa	6	30%	0	0%	6	22%
Resposta negativa	14	70%	7	100%	21	78%
	20	100%	7	100%	27	100%

Dos 22% apontados como usuários de métodos específicos para mensuração de CI, 33% utilizam o método BSC de Kaplan, como demonstrado na tabela 9, concordando com a questão que tratou do conhecimento de métodos, em que o BSC foi apontado como o mais conhecido (47%).

Outros estudos também apontam o BSC como uma das ferramentas mais utilizadas pela contabilidade gerencial a força da divulgação e aplicabilidade. Antunes (2004) destaca a importância do *Balanced Scorecard* para a gestão de empresas contemporânea, e acrescenta a importância do Navegador da Skandia, mas não para as empresas brasileiras, que ainda desconhecem o modelo.

Os respondentes que apontaram utilizar métodos próprios não informaram como seria esse método, alegando ser um método desenvolvido por empresas de consultoria, as quais não estão autorizadas a fornecer informações a respeito:

Tabela 9: Métodos utilizados para mensuração de CI

Métodos	Gestores		Investidores		Total	
	freq	%	Freq	%	Freq	%
BSC	2	33%	0	0%	2	33%
Métodos próprios	4	67%	0	0%	4	67%
	6	100%	0	0%	6	100%

A utilização de métodos específicos ainda é recente, pois, conforme a Tabela 10, 66% utilizam métodos específicos entre um a cinco anos. Somente um respondente afirmou utilizar métodos específicos há mais de oito anos, devendo esse ser considerado uma exceção.

Tabela 10: Tempo de utilização de métodos específicos

Tempo de utilização	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Menos de 1 ano	0	0%	0	0%	0	0%
de 1 a 3 anos	2	33%	0	0%	2	33%
de 3 a 5 anos	2	33%	0	0%	2	33%
de 5 a 8 anos	1	17%	0	0%	1	17%
mais de 8 anos	1	17%	0	0%	1	17%
	6	100%	0	0%	6	100%

Dada a baixa utilização de métodos específicos de CI, torna-se fundamental a investigação da causa. Nesse contexto, foi considerada a seguinte questão: Se não utilizam método específico para mensuração do Capital Intelectual, quais seriam os principais motivos?

O resultado apresentado na Tabela 11 indica, de uma forma geral, e considerando todos os respondentes, como motivo mais citado, a “não exigência por parte dos Investidores, Mercado e Reguladoras” com 30%. O segundo motivo eleito, com 23%: “falta de um método padrão geralmente aceito”.

Observa-se que tanto os gestores, quanto os investidores apontaram os mesmos dois principais motivos: a “não exigência por parte dos Investidores, Mercado e Reguladores” e a “falta de um método padrão geralmente aceito”.

Antunes (2004:247) aponta em sua pesquisa que os gestores apresentam uma predisposição positiva na utilização de algum modelo de gestão de Capital

Intelectual, caso lhes sejam disponibilizado, posto que consideram importante o controle sobre os investimentos em intangíveis:

Tabela 11: Motivos para a não utilização de métodos específicos de CI

Motivos	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
A não exigência por parte dos Investidores, Mercado e Reguladores	5	28%	4	33%	9	30%
Falta de um método padrão geralmente aceito	4	22%	3	25%	7	23%
Falta de estrutura para fazê-lo	1	6%	3	25%	4	13%
Outros	3	17%	1	8%	4	13%
Desconhecimento do assunto	3	17%	0	0%	3	10%
Complexidade do assunto	2	11%	1	8%	3	10%
Totais	18	100%	12	100%	30	100%

Do total de respondentes (27), 6 (22%) afirmaram ter um projeto em andamento de utilização de método para mensuração e gestão do Capital Intelectual. Dos 6 respondentes que afirmaram ter algum projeto, 3 descreveram de forma sucinta qual seria o projeto :

- **R1:** Com relação ao aspecto Capital Humano, no final de 2009, ao se tornar signatária dos Princípios para o Investimento Responsável, uma iniciativa das Nações Unidas, a gestora comprometeu-se a adotar práticas que levam à mensuração de diversos ativos intangíveis das nossas empresas investidas, especialmente ao que diz respeito aos aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa. Neste contexto, temos um projeto em desenvolvimento que englobará alguns dos tópicos e indicadores relacionados ao Capital Humano.
- **R2:** O Fundo desenvolveu uma metodologia qualitativa para avaliar os investimentos em capital semente que se baseia, em parte, no BSC do Kaplan outra parte na metodologia do BNDES (que se baseia no trabalho do Prof. Edvinson) e outra parte desenvolvida pela equipe gestora do Fundo. Um dos sócios, Jose Arnaldo Deutscher, foi um dos responsáveis pela introdução da metodologia no BNDES e defendeu tese de doutorado na COPPE (UFRJ) sobre ativos intangíveis.
- **R3:** Já se utiliza, mas existe um projeto de melhoria das práticas de mensuração e gestão do capital intelectual, que está sendo finalizado. O projeto prevê uma análise mais detalhada, com ferramentas que estão sendo determinadas, e um acompanhamento mais estruturado da Gestão do Capital intelectual das investidas, com apoio de consultoria especializada.

4.2.2 Do objetivo 2

Objetivo 2: Verificar quais indicadores são utilizados levando em consideração o Capital Intelectual

Referente à utilização de indicadores de CI, dos 27 respondentes, 16 utilizam algum tipo de indicador de CI, o que corresponde a 59%, enquanto que 41% indicaram não utilizar indicadores de CI, portanto a maioria utiliza indicadores de CI.

Se considerados os que utilizam indicadores de CI, observa-se que os indicadores de capital humano obtiveram mais citações do que os demais indicadores, demonstrando uma maior preocupação com o capital humano. Segundo o referencial teórico, esse é o principal capital, dado que os demais, organizacional e de clientes (relacional), para que apresentem sucesso, dependem muito do capital humano (SVEIBY, 1998).

Dentre os indicadores de Capital Humano utilizados, os que se destacaram pela maior frequência foram o *Turnover* de pessoal experiente (30%) e o tempo de experiência dos executivos no ramo (26%), tabela 12:

Tabela 12: Indicadores de Capital Humano

Indicadores	Freq	%
Turnover de pessoal experiente	13	30%
Tempo de experiência dos executivos no ramo	11	26%
Tempo de trabalho conjunto entre os principais executivos	9	21%
Percentual de colaboradores com formação superior ou nível médio de todos os colaboradores	8	19%
Complementariedade de competência da equipe	1	2%
Tempo de treinamento por ano	1	2%
Subtotais	43	100%

Os indicadores de Capital de Cliente mais citados pelos respondentes, conforme a Tabela 13, foram “porcentagem do negócio com os principais clientes” (30%) e “satisfação do cliente” (30%):

Tabela 13: Indicadores de Capital de Cliente

Indicadores	Freq	%
Porcentagem de negócios com os principais clientes	12	30%
Satisfação do cliente	12	30%
Lealdade a marca	7	18%
Porcentagem de receitas dos clientes que reforçam a imagem (que farão referências espontâneas)	5	13%
Porcentagem de arranjos cooperativos com os clientes	3	8%
Clientes recorrentes	1	3%
Subtotais	40	100%

Quanto aos indicadores de Capital Organizacional, relacionados na Tabela 14, o que mais se destacou foi o indicador de Percentual de despesas de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento) sobre as vendas líquidas (27%). Esse indicador é relevante principalmente em empresas focadas em inovação, uma das principais características das empresas selecionadas pela indústria de PE/VC:

Tabela 14: Indicadores de Capital Organizacional

Indicadores	Freq	%
Percentual de despesas de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento) sobre as vendas líquidas	4	27%
Tempo médio usado para o desenvolvimento de um produto novo	3	20%
Número de Patentes	3	20%
Porcentagem de receita investida no sistema de gestão do conhecimento (ou sistema de TI que diz respeito a ele)	2	13%
Tempo médio de resposta às solicitações dos clientes	2	13%
Estágio de governança	1	7%
Índices de utilização da base de conhecimento	0	0%
Subtotais	15	100%

Basicamente, os indicadores de CI são utilizados em toda a fase do processo de investimento: seleção, monitoramento e saída. No entanto, no processo de seleção, foi identificada uma ênfase maior, conforme a Tabela 15, em que constam 40% da frequência.

Como relatam Ribeiro e Tironi (2007), na fase de seleção de investimento, os gestores utilizam vários indicadores de CI como critérios importantes para selecionar em quais empresas serão aportados recurso dos fundos de PE/VC, inclusive com contratação de consultores especializados.

Tabela 15: Utilização de indicadores por Estágio de Processo de Investimento

Estágios de processo de investimento	Freq	%
No processo de seleção de investimentos	4	40%
No processo de monitoramento de investimentos	3	30%
No processo de saída dos investimentos (visando criar atratividade)	3	30%
Totais	10	100%

4.2.3 Do objetivo 3

Objetivo 3: Verificar a importância e a existência da divulgação de informações sobre o Capital Intelectual.

O grau de importância da divulgação de informações sobre CI está baseado na seguinte afirmativa: é importante a divulgação externa sobre o Capital Intelectual. O resultado do índice de grau de concordância, demonstrado na Tabela 16, apresenta em seu total um bom nível de concordância, 67% (considerando as alternativas concordo totalmente e concordo).

Os investidores tiveram um índice de grau de concordância superior ao dos gestores, sendo respectivamente 86% e 60%. Notadamente, os investidores valorizam a importância da divulgação e a transparência das informações, pois são eles que, nos mercados de capitais, também foram fundamentais para a evolução do *disclosure*.

A divulgação de informações sobre CI, supostamente, podem influenciar o custo de capital e até o preço das ações, em uma emissão primária de abertura de capital em bolsa de valores. Isso foi evidenciado por Singh e Zahn (2007): quando analisaram uma amostra de IPOs, em Singapura, de empresas de capital intelectual intensivo, observaram uma correlação entre o *disclosure* e o sub-preço das ações:

Tabela 16: Grau de importância da divulgação de informações sobre o CI

Grau de Concordância	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Concordo Totalmente	5	25%	3	43%	8	30%
Concordo	7	35%	3	43%	10	37%
Concordo Parcialmente	7	35%	1	14%	8	30%
Discordo	1	5%	0	0%	1	4%
Discordo Totalmente	0	0%	0	0%	0	0%
Totais	20	100%	7	100%	27	100%

Quanto ao resultado sobre o índice de divulgação de informações sobre CI, foi considerada a questão: as empresas investidas divulgam alguma informação sobre capital intelectual? Obteve-se um índice de não divulgação de 56%, conforme demonstrado na tabela 17, o que demonstra uma tímida adesão das empresas investidas no fornecimento de informações sobre CI.

Em outros países, como por exemplo, a Espanha, o assunto também está em estágio embrionário; algumas empresas estão dando seu primeiro passo no sentido de diminuir a diferença entre os países mais avançados, como Suécia, Holanda e Reino Unido (PABLOS, 2002).

Tabela 17: Resultado sobre o índice de divulgação de informações sobre CI

Respostas	Gestores		Investidores		Total	
	freq	%	freq	%	freq	%
Resposta afirmativa	10	50%	2	29%	12	44%
Resposta negativa	10	50%	5	71%	15	56%
Totais	20	100%	7	100%	27	100%

Dos 12 respondentes que afirmaram que empresas investidas divulgaram alguma informação sobre CI, 50% foram por vontade própria e 50% por exigência do respondente, tabela 18:

Tabela 18: Resultado sobre o índice de motivação para divulgação de informações sobre CI

Respostas	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Por exigência do respondente	5	50%	1	50%	6	50%
Por iniciativa própria	5	50%	1	50%	6	50%
	10	100%	2	100%	11	100%

A divulgação de informações sobre CI no Brasil ainda é incipiente, mas já é possível vislumbrar o desenvolvimento do assunto. De acordo com a Tabela 19, as informações estão sendo divulgadas, com preferência, em memorando interno para o comitê de investimento (43%), e em relatórios complementares às demonstrações financeiras (30%), uma forma de divulgação externa. Nota-se uma preferência por divulgação interna.

Estudos apontam o relatório da administração, um relatório complementar às demonstrações financeiras, como o principal veículo de informação sobre CI, e a forma de relato a descritiva, o que demonstra a dificuldade de mensuração do CI (REINA, ENSSLIN e BORBA, 2009):

Tabela 19: Demonstrativos utilizados para divulgação de CI

Demonstrativos	Freq	%
Memorando interno para o comitê de investimento	10	43%
Relatórios Complementares às Demonstrações Financeiras	7	30%
<i>Reports</i> para Cotistas	4	17%
Notas Explicativas	2	9%
Totais	23	100%

No que diz respeito aos motivos pela não divulgação de informações sobre CI, conforme a Tabela 20, os motivos mais citados foram: não têm informações a serem divulgadas (33%), e as informações são tratadas com sigilo (29%).

O primeiro motivo pode ser explicado pelo estágio embrionário, na área de capital intelectual, em que se encontra a indústria de PE/VC no Brasil. Isso sugere que o país ainda está na primeira etapa, ou seja, entendimento do conceito e conscientização dos possíveis benefícios de uma gestão de CI.

O segundo motivo mais citado é: as informações são tratadas com sigilo, sugerindo uma demonstração de insegurança relativa à possibilidade de as informações serem usadas pela concorrência:

Tabela 20: Resultado de índice de motivos para a não divulgação de informações sobre CI

Motivos	Gestores		Investidores		Total	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Não têm informações a serem divulgadas	5	33%	3	33%	8	33%
As informações são tratadas com sigilo	6	40%	1	11%	7	29%
Não há necessidade	3	20%	3	33%	6	25%
Não são demandadas/solicitadas	1	7%	2	22%	3	13%
Totais	15	100%	9	100%	24	100%

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Verifica-se que a prática da utilização de métodos específicos de Capital Intelectual ainda está incipiente e carece de mais divulgação sobre as metodologias, seja através de discussão acadêmica, como também de palestras e seminários, envolvendo os investidores e gestores de PE/VC. Seria importante demonstrar que o gerenciamento do CI, através de métodos adequados, pode resultar em desempenho superior, nesse sentido carece de estudos que comprovem tal fato, e se a resposta for positiva, seria um aliado importante no convencimento da prática.

Ainda que se constatou, pela pesquisa, que a utilização de indicadores já é uma prática, principalmente entre os gestores de fundos de PE/VC, a evolução dessa prática pode resultar em utilização de métodos específicos.

A divulgação de informações sobre o Capital Intelectual, apesar da constatação de consenso sobre sua importância, ainda não é largamente praticada no âmbito interno, o que dirá no externo, onde existe um tabu a ser superado quando a questão do sigilo. Como relatado no presente estudo, alguns pesquisadores encontraram correlação positiva entre divulgação de informações sobre o CI e custo de capital mais favorável.

A sensação é de que ainda há muito para se pesquisar até que se possa chegar a um veredito sobre esse assunto. Cabe a todos os envolvidos na área contábil buscar o desenvolvimento e até o aperfeiçoamento dos métodos já existentes na tentativa de acrescentar e trazer novos conceitos e formas até então imperceptíveis. O assunto tem sido alvo de muitos estudos, discussões, concordâncias e divergências, mas, de um fato ninguém renuncia: a contabilidade

tem a responsabilidade e capacidade de estudar esse fenômeno, como defende Eliseu (1972:95) “a contabilidade tem, [...] a necessidade de ajudar o homem em suas decisões no mundo econômico, o que a coloca dentro do campo social onde a característica maior é a falta de certeza absoluta sobre o porvir”.

O presente estudo se limitou a explorar os que os gestores e investidores entendem como importante e o que estão fazendo na prática em relação ao capital intelectual, não levando em consideração as particularidades das empresas investidas, como por exemplo, por ramo de atuação, o que poderia resultar em respostas diferentes das encontradas. Outro aprofundamento seria verificar o que os gestores e investidores de outros países estão fazendo a respeito, ampliando assim a nossa percepção dos avanços do ponto de vista internacional.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, L. B.; PARISI, C.; PEREIRA, C. A. Controladoria. In: CATELLI, A. **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica - GECON**. São Paulo: Atlas, 1999. Cap. 13, p. 369-380.
- ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística Aplicada à Administração e Economia**. 2. ed. São Paulo: Thomson, 2007.
- ANTUNES, M. T. P. **Capital Intelectual**. São Paulo: Atlas, 2000.
- ANTUNES, M. T. P. **A influência dos investimentos em Capital Intelectual no desempenho das empresas: um estudo baseado no entendimento de gestores de grandes empresas brasileiras**. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2004.
- ANTUNES, M. T. P.; MARTINS, E. Capital Intelectual: Verdades e Mitos. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, n. 29, p. 41 - 54, maio/agosto 2002.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ATKINSON, A. A. et al. **Contabilidade Gerencial**. 2a. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- BRASIL. **Lei das Sociedades por Ações**. [S.I.]. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976.
- BRASIL. **Modifica a Lei das Sociedades por Ações, de No. 6.404/76**. [S.I.]. Lei No. 11.638 de 28 de dezembro de 2007.
- BROOKING, A. **Intellectual Capital: Core asset for the third millennium enterprise**. London: International Thomson Business Press, 1996.
- BUKOWITZ, W. R.; WILLIAMS, R. L. **Manual de Gestão do Conhecimento: ferramentas e técnicas que vriam valor para a empresa**. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- BURGMAN, R.; ROSS, G. The importance of intellectual capital reporting: evidence and implications. **Journal of Intellectual Capital**, v. 8, n. 1, p. 7-51, 2007.
- CARVALHO, A. G. D.; RIBEIRO, L. D. L.; FURTADO, C. V. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital - Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.
- CARVALHO, F. N. D.; ENSSLIN, S. R. A Evidenciação Voluntária do Capital Intelectual: um estudo revisionista do contexto internacional. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 17, n. 4, p. 55-72, out./dez. 2006.
- COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Fundos de Investimentos e Fundos de Cotas de Fundos**. [S.I.]. Instrução Normativa No. 409, de 18 de agosto de 2004.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Aprova o pronunciamento técnico CPC 04 do Comitê de Pronunciamento Contábeis**. [S.I.]. Deliberação CVM No. 533 de, de 12 de novembro de 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes**. [S.I.]. Instrução Normativa CVM No. 209, de 25 de março de 1994.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Fundos de Investimentos em Participações**. [S.I.]. Instrução Normativa CVM No. 391, de 16 de julho de 2003.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Ativo Intangível: correlação às Normas Internacionais de Contabilidade - IAS 38**. [S.I.]. Pronunciamento Técnico CPC-04, de 03 de outubro de 2008.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. [S.I.]. Resolução CFC No. 1.140 de 21 de novembro de 2008.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. [S.I.]. Resolução No. 1.139 de 21 de novembro de 2008.

COSTA, R. T. D. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2006.

CRAWFORD, R. **Na Era do Capital Humano: o talento, a inteligência e o conhecimento como forças econômicas, seu impacto nas empresas e nas decisões de investimento**. São Paulo: Atlas, 1994.

DEUTSCHER, J. A. **Capitais Intangíveis - Métricas e Relatório**. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção). Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2008.

DOMENEGHETTI, D.; MEIR, R. **Ativos Intangíveis: Como sair do deserto competitivo dos mercados e encontrar um oásis de valor e resultados para sua empresa**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

DRUCKER, P. F. **As Novas Realidades: no governo e na política, na economia e nas empresas, na sociedade e na visão do mundo**. São Paulo: Pioneira, 1989.

EDVINSSON, L. **Longitude Corporativa: Navegando pela economia do conhecimento**. São Paulo: Makron Books, 2003.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. S. **Capital Intelectual: Desconbrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos**. São Paulo: Makron Books, 1998.

FURTADO, C. V. **Overview Brazilian Private Equity and Venture Capital industry**. ABVCAP Conference: Brazil post-crisis, even better! São Paulo: [s.n.]. 2010. p. 1-21.

GLAUTIER, M. W. E.; UNDERDOWN, B. **Teoria e Prática de Contabilidade e Gestão**. Porto: Rés, 1983.

GVCEPE. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, p. 38. Dezembro de 2008.

GVCEPE E INSTITUTO ENDEAVOR. Guia GVcepe-Endeavor 2008. **GazetaInveste**, São Paulo, n. Ano IV - No. 5, p. 55-114, Dezembro 2008.

HANDY, C. B. **The Age of Paradox**. [S.I.]: Harvard Business School Press, 1994.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. V. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

IUDICIBUS, S. D. **Teoria da contabilidade**. 7a. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

- IUDÍCIBUS, S. D.; MARION, J. C. **Introdução à Teoria da Contabilidade**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **A Estratégia em Ação: balanced scorecard**. 12. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- LEONARDOS, R. B. **Sociedades de Capital de Risco - Capitalização da Pequena e Média Empresa**. Rio de Janeiro: Codimec - Comitê de Divulgação de Mercado de Capitais, 1985.
- LEV, B. **Intangibles: Management, measurement, and reporting**. Columbia: Brookings, 2001.
- LEV, B.; CAÑIBANO, L.; BERNARD, M. An Accounting Perspective on Intellectual Capital. In: MARR, B. **Perspectives on Intellectual Capital**. Oxford: Elsevier, 2005. Cap. 3, p. 52-55.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese (Doutorado em contabilidade) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 1972.
- MARTINS, E. Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica. **Caderno de Estudos. FIPECAFI**, São Paulo, v. 13, n. 24, p. 28-37, julho/dezembro 2000.
- MILONE, M. C. D. M. **Cálculo do valor de ativos intangíveis: uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas**. Tese (Doutorado). Faculdade de economia e administração e contabilidade da Universidade de São Paulo - USP. São Paulo. 2004.
- MONOBE, M. **Contribuição à mensuração e contabilização do goodwill adquirido**. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 1986.
- NAKAMURA, L. A Trillion Dollars a Year in intangible Investment and the New Economy. In: HAND JOHN, L. B. **Intangible Assets: Values, Measures, and Risks**. New York: Oxford University Press, 2003. Cap. 1, p. 19-47.
- NONAKA, I.; TAKEUCHI, H. **Criação de Conhecimento na Empresa: Como as empresas japonesas geram a dinâmica da inovação**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1997.
- NUNES, G.; HAIGH, D. **Marca: valor do intangível, medindo e gerenciando seu valor econômico**. São Paulo: Atlas, 2003.
- PABLOS, P. O. Relevant Experiences in Measuring and Reporting Intellectual Capital in European Pioneering Firms. In: BONTIS, N. **World Congress on Intellectual Capital Readings**. Woburn: KMCI Press, 2002. Cap. 9, p. 157 - 225.
- PADOVEZE, C. L. **Controladoria Estratégica e Operacional: conceitos, estrutura e aplicação**. São Paulo: Thomson, 2007.
- REINA, D.; ENSSLIN, S. R.; BORBA, J. A. Evidenciação Voluntária do Capital Intelectual nos Relatórios da Administração em Empresas do Novo Mercado no Ano de 2006. **Con Texto**, Porto Alegre, v. 9, n. 15, p. 1-21, 1o semestre 2009.
- RIBEIRO, L. D. L. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo. São Paulo. 2005.

RIBEIRO, L. D. L.; TIRONI, L. F. **Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no Contexto de Private Equity e Venture Capital**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA. Brasília, p. 44. 2007.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas**. 3a. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SÁ, T. T. D. As Companhias de Venture Capital no Exterior. In: SÁ, T. T. D. (. **Empresa Emergente: Fundo de investimento e capitalização**. Brasília: SEBRAE, 1985. p. 143 a 163.

SÁNCHEZ, M. P. Papel de los intangibles y el capital intelectual en la creación y difusión del conocimiento en las organizaciones. Situación actual y retos de futuro. **ARBOR Ciencia, Pensamiento y Cultura**, n. CLXXXIV 732, p. 575-594, julio-agosto 2008.

SANTIAGO JÚNIOR, J. R. S.; SANTIAGO, J. R. S. **Capital Intelectual: o grande desafio das organizações**. São Paulo: Novatec, 2007.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. D. **Avaliação de Ativos Intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2002.

SENGE, P. M. **A Quinta Disciplina: arte e prática da organização que aprende**. 5. ed. São Paulo: Editora Best Seller, 1999.

SEVERINO, A. J. **Metologia do Trabalho Científico**. 22a. ed. São Paulo: Cortez, 2002.

SINGH, I.; ZAHN, J.-L. W. M. V. D. Does intellectual capital disclosure reduce an IPO's cost of capital? The case of underpricing. **Journal of Intellectual Capital**, v. 8, n. 3, p. 494-516, 2007.

STEWART, T. A. **Capital Intelectual: A nova vantagem competitiva das empresas**. 11a Edição. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SVEIBY, K. E. **A nova riqueza das organizações**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SVEIBY, K. E. Methods for Measuring Intangible Assets. **sveiby.com**, 2001. Disponível em: <<http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm>>. Acesso em: 15 junho 2010.

TOFFLER, A. **Riqueza Revolucionária - O Significado da Riqueza no Futuro**. São Paulo: Editora Futura, 2007.

VANDEMAELE, S. N.; P.G.M.C., V.; SMITS, A. J. Intellectual capital disclosure in The Netherlands, Sweden and the UK: A longitudinal and comparative study. **Journal of Intellectual Capital**, v. 6, n. 3, p. 417 - 426, 2005.

APÊNDICE 1 - Questionário

QUESTIONÁRIO SOBRE PRÁTICAS DE CAPITAL INTELECTUAL

Prezado Participante,

Venho solicitar sua colaboração, como respondente, neste estudo que servirá de base para defesa de minha Dissertação de Mestrado, junto ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUCSP. Esta investigação deverá contribuir para aprofundar a reflexão relativa ao tema Capital Intelectual.

O principal objetivo da pesquisa é verificar a prática e as iniciativas adotadas para a mensuração, gestão e divulgação do Capital Intelectual, na indústria de Private Equity e Venture Capital (PE/VC), sob a ótica de investidores institucionais e gestores de fundos.

Todas as informações serão tratadas com sigilo, de forma agregada e os resultados serão apresentados sem a menção nominal dos respondentes. Ao final deste trabalho, todos os participantes receberão um relatório da pesquisa.

Desde já agradecido,

Paulo Luiz Ferreira

Mestrando/PUCSP

Profa.Dra. Neusa Maria Bastos F. Santos

Orientadora/PUCSP

*Obrigatório

Nome da Instituição *

Qual o seu cargo/Função? *

A quantos anos atua na indústria de PE/VC? *

1) Considerando que uma importante parcela dos investimentos efetuados através de PE/VC, são em empresas com grande concentração de Ativo Intangível, é imprescindível o gerenciamento do Capital Intelectual. *

Concordo Totalmente Concordo Parcialmente Discordo Totalmente

2) Para gerenciar os ativos intangíveis é necessária a utilização de métodos específicos de avaliação e mensuração do Capital Intelectual. *

Concordo Totalmente Concordo Parcialmente Discordo Totalmente

3) Tem conhecimento de algum método específico para a mensuração do Capital Intelectual?

- Sim
- Não

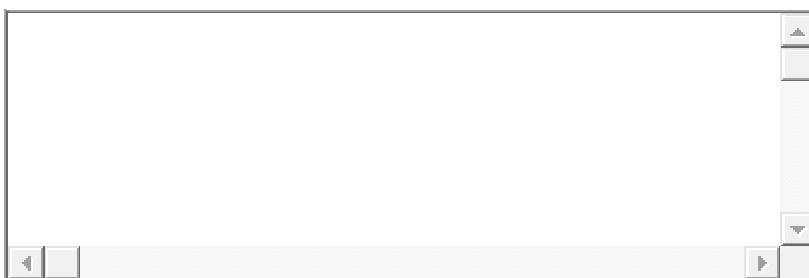
Se Sim, indique qual (is):

- BSC Kaplan
- Monitor Sveib
- Navegador Skandia
- "Q" de Tobin
- Rating de Capitais Intangíveis - BNDES
- Outro:

4) Utilizam algum método específico para mensuração do Capital Intelectual de empresas investidas?

- Sim
- Não (Passe para pergunta 6)

Se sim, qual o método: Se for um método próprio, favor anexar o modelo

A large, empty rectangular text box with a light gray border and a vertical scrollbar on the right side, intended for the user to describe the measurement method or attach a model.

5) Desde quando utiliza método específico para mensuração do Capital Intelectual?

- Menos de 1 ano
- de 1 a 3 anos
- de 3 a 5 anos
- de 5 a o anos
- mais de 8 anos

6) Se não utilizam método específico para mensuração do Capital Intelectual , qual(is) seria(m) o(s) principal (is) motivo(s)?

- Desconhecimento do assunto
- Complexidade do assunto
- Falta de um método padrão geralmente aceito
- A não exigência por parte dos Investidores, Mercado, Reguladoras

- Falta de estrutura para fazê-lo
- Outro:

7) Existe algum projeto de se utilizar algum método para mensuração e gestão do Capital Intelectual?

- Sim
- Não

Se sim, especifique o projeto

Se existe algum projeto, qual o prazo estimado para o término (em anos)?

- 0 - 1
- 1 - 2
- 2 - 3
- 3 - 4
- mais de 5 anos

8) Quais indicadores de desempenho, relacionados a componentes do Capital Intelectual, são utilizados para selecionar e ou monitorar investimentos? Abaixo exemplificamos alguns indicadores por componentes do Capital Intelectual, favor informar quais são utilizados, não se limitando somente aos exemplificados.

- Nenhum (Passe para a pergunta 10)

Indicadores de Capital Humano

- Percentual de colaboradores com formação superior ou nível médio de todos os colaboradores
- Turnover de pessoal experiente
- Tempo de trabalho conjunto entre os principais executivos
- Tempo de experiência dos executivos no ramo

- Outro:

Indicadores de Capital de Cliente

- Porcentagem de negócios com os principais clientes
- Porcentagem de receitas dos clientes que reforçam a imagem (que farão referências espontâneas)
- Porcentagem de arranjos cooperativos com os clientes
- Satisfação do cliente
- Lealdade a marca
- Outro:

Indicadores de Capital Organizacional

- Porcentagem de receita investida no sistema de gestão do conhecimento (ou sistema de TI que diz respeito a ele)
- Tempo médio usado para o desenvolvimento de um produto novo
- Tempo médio de resposta às solicitações dos clientes
- Índices de utilização da base de conhecimento
- Número de Patentes
- Percentual de despesas de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento) sobre as vendas líquidas
- Outro:

9) Em que(ais) momento(s) os indicadores são utilizados:

- No processo de seleção de investimentos
- No processo de monitoramento de investimentos
- No processo de saída dos investimentos (visando criar atratividade)
- Outro:

10) É importante a divulgação externa das informações sobre o Capital Intelectual.

Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Discordo	Discordo Totalmente
------------------------	--------------------------	----------	------------------------

Item 1



11) As empresas investidas divulgam alguma informação sobre capital intelectual?

- Sim

- Não (Passe para a pergunta 13)

Se sim, é por sua exigência?

- Sim
- Não

12) Se divulgam, em qual (is) demonstrativo(s)?

- Notas Explicativas
- Relatórios Complementares às Demonstrações Financeiras
- Memorando interno para o comitê de investimento
- Outro:

13) Se as investidas não divulgam informações sobre o Capital Intelectual, qual(is) seria(m) o(s) principal(is) motivo(s)?

- Não têm informações a serem divulgadas
- As informações são tratadas com sigilo
- Não há necessidade
- Outro:

Enviar

ANEXO 1 - Métodos para a Mensuração de Intangíveis

Approx. year	Label	Major Proponent	Category	Description of Measure
2009	ICU Report	<i>Sanchez (2009)</i>	SC	ICU is a result of an EU-funded project to design an IC report specifically for universities. Contains three parts: (1) Vision of the institution, (2) Summary of intangible resources and activities, (3) System of indicators.
2008	EVVICAE™	<i>McMcCutcheon (2008)</i>	DIC	Developed by the Intellectual Assets Centre in Scotland as a web-based EVVICAE toolkit based on the work of Patrick H. Sullivan (1995/2000).
2008	Regional Intellectual Capital Index (RICI)	<i>Schiama, Lerro, Carlucci (2008)</i>	SC	Uses the concept of the Knoware Tree with four perspectives: (hardware, netware, wetware, software) to create a set of indicators for regions.
2007	Dynamic monetary model	<i>Milost (2007)</i>	DIC	The evaluation of employees is done with analogy from the evaluation of tangible fixed assets. The value of an employee is the sum of the employee's purchase value and the value of investments in an employee, less the value adjustment of an employee.
2004	IAbM	<i>Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry.</i>	SC	Intellectual asset-based management (IAbM) is a guideline for IC reporting introduced by the Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry. An IAbM report should contain: (1) Management philosophy. (2) Past to present report. (3) Present to future. (4) Intellectual-asset indicators. The design of indicators largely follows the MERITUM guidelines. Described in Johanson & al. (2009)
2004	SICAP		SC	An EU funded project to develop a general IC model specially designed for public administrations and a technological platform to facilitate efficient management of the public services. The model structure identifies three main components of intellectual capital: public human capital, public structural capital and public relational capital. Described in Ramirez Y. (2010)
2004	National Intellectual Capital Index	<i>Bontis (2004)</i>	SC	A modified version of the Skandia Navigator for nations: National Wealth is comprised by Financial Wealth and Intellectual Capital (Human Capital + Structural Capital)
2004	Topplinjen / Business IQ	<i>Sandvik (2004)</i>	SC	A combination of four indices; Identity Index, Human Capital Index, Knowledge Capital Index, Reputation Index. Developed in Norway by consulting firm Humankapitalgruppen. http://www.humankapitalgruppen.no
2003	Public sector IC	<i>Bossi (2003)</i>	SC	An IC model for public sector, which builds on Garcia (2001) and adds two perspectives to the traditional three of particular importance for public administration: transparency and quality. It also identifies negative elements, which generate intellectual liability. The concept of intellectual liability represents the space between ideal management and real management, one

				of the duties a public entity must fulfill for society . Described in Ramirez Y. (2010)
2003	Danish guidelines	<i>Mouritzen, Bukh & al. (2003)</i>	SC	A recommendation by government-sponsored research project for how Danish firms should report their intangibles publicly. Intellectual capital statements consist of 1) a knowledge narrative, 2) a set of management challenges, 3) a number of initiatives and 4) relevant indicators. http://en.vtu.dk/publications/2003/intellectual-capital-statements-the-new-guideline
2003	IC-dVAL™	<i>Bonfour (2003)</i>	SC	“Dynamic Valuation of Intellectual Capital”. Indicators from four dimensions of competitiveness are computed: Resources & Competencies, Processes, Outputs and Intangible Assets (Structural Capital and Human Capital indices). Journal of IC vol 4 Iss 3 2003
2002	Intellectus model	<i>Sanchez-Canizares (2007)</i>	SC	Intellectus Knowledge Forum of Central Investigation on the Society of Knowledge. The model is structured into 7 components, each with elements and variables. Structural capital is divided in organizational capital and technological capital. Relational capital is divided in business capital and social capital.
2002	FiMIAM	<i>Rodov & Leliaert (2002)</i>	DI C/ MC M	Assesses monetary values of IC components. a combination both tangible and Intangible assets measurement. The method seeks to link the IC value to market valuation over and above book value. Journal of IC vol 3 Iss 3 2002
2002	IC Rating™	<i>Edvinsson (2002)</i>	SC	An extension of the Skandia Navigator framework incorporating ideas from the Intangible Assets Monitor; rating <i>efficiency</i> , <i>renewal</i> and <i>risk</i> . Applied in consulting http://www.icrating.com/
2002	Value Chain Scoreboard™	<i>Lev B. (2002)</i>	SC	A matrix of non-financial indicators arranged in three categories according to the cycle of development: Discovery/Learning, Implementation, Commercialization. Described in book Lev (2005): Intangibles: Management, Measurement and Reporting.
2002	Meritum guidelines	<i>Meritum Guidelines (2002)</i>	SC	An EU-sponsored research project, which yielded a framework for management and disclosure of Intangible Assets in 3 steps: 1) define strategic objectives, 2) identify the intangible resources, 3) actions to develop intangible resources. Three classes of intangibles: Human Capital, Structural Capital and Relationship Capital. The original Meritum final report can be found here. Meritum is also further developed by members of E*KNOW-NET. A summary is found on P.N Bukh's home page .
2001		<i>Caba Sierra (2001)</i>	SC	An IC measuring model for public sector based on the European Foundation Quality Management Model (EFQM). It integrates the elements from the EFQM model in three blocks which compose intellectual capital: human capital, structural capital and relational capital. Described in Ramirez Y. (2010)
2001	Intangible assets statement	<i>Garcia (2001)</i>	SC	An IC measuring model for public sector based on the IAM with Indicators of: growth/renovation efficiency and stability.

2001	Knowledge Audit Cycle	<i>Schiума & Marr (2001)</i>	SC	A method for assessing six knowledge dimensions of an organisation's capabilities in four steps. 1) Define key knowledge assets. 2) Identify key knowledge processes. 3) Plan actions on knowledge processes. 4) Implement and monitor improvement, then return to 1). Described in book (2002). <i>Profit with People</i> by Deloitte & Touche. Hard to find. Try Giovanni Schiuma's homepage .
2000	Value Creation Index (VCI)	<i>Baum, Ittner, Larcker, Low, Siesfeld, and Malone (2000)</i>	SC	Developed by Wharton Business School, together with Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation and Forbes. They estimate the importance of different nonfinancial metrics in explaining the market value of companies. Different factors for different industries. The VCI developers claim to focus on the factors that markets consider important rather than on what managers say is important. http://www.forbes.com/asap/2000/0403/140.html
2000	The Value Explorer™	<i>Andriessen & Tiessen (2000)</i>	DI C	Accounting methodology proposed by KMPG for calculating and allocating value to 5 types of intangibles: (1) Assets and endowments, (2) Skills & tacit knowledge, (3) Collective values and norms, (4) Technology and explicit knowledge, (5) Primary and management processes. Described in Journal of IC 2000. http://www.weightlesswealth.com/downloads/Implementing%20the%20value%20explorer.PDF
2000	Intellectual Asset Valuation	<i>Sullivan (2000)</i>	DI C	Methodology for assessing the value of Intellectual Property.
2000	Total Value Creation, TVC™	<i>Anderson & McLean (2000)</i>	DI C	A project initiated by the Canadian Institute of Chartered Accountants. TVC uses discounted projected cash-flows to re-examine how events affect planned activities. http://www.cica.ca/about-the-profession/cica/annual-reports/item21582.pdf
1999	Knowledge Capital Earnings	<i>Lev (1999)</i>	RO A	Knowledge Capital Earnings are calculated as the portion of normalised earnings (3 years industry average and consensus analyst future estimates) over and above earnings attributable to book assets. Earnings then used to capitalise Knowledge Capital. Baruch Lev's home page
1998	Inclusive Valuation Methodology (IVM)	<i>McPherson (1998)</i>	DI C	Uses hierarchies of weighted indicators that are combined, and focuses on relative rather than absolute values. Combined Value Added = Monetary Value Added combined with Intangible Value Added.
1998	Accounting for the Future (AFTF)	<i>Nash H. (1998)</i>	DI C	A system of projected discounted cash-flows. The difference between AFTF value at the end and the beginning of the period is the value added during the period. http://home.sprintmail.com/~humphreynash/future_of_accounting.htm
1998	Investor assigned market value (IAMV™)	<i>Standfield (1998)</i>	MC M	Takes the Company's True Value to be its stock market value and divides it in Tangible Capital + (Realised IC + IC Erosion + SCA (Sustainable Competitive Advantage).
1997	Calculated Intangible Value	<i>Stewart (1997)</i>	MC M	The value of intellectual capital is considered to be the difference between the firm's stock market value and the company's book value. The method is based on the assumption that a company's premium earnings, i.e. the earnings greater than those of an average company within

				the industry, result from the company's IC. It is hence a forerunner of Lev's Knowledge Capital model. Kujansivu & Lönnqvist (2007) gives a good example of the calculation.
1997	Economic Value Added (EVA™)	<i>Stern & Stewart 1997</i>	ROA	Calculated by adjusting the firm's disclosed profit with charges related to intangibles. Changes in EVA provide an indication of whether the firm's intellectual capital is productive or not. EVA is the property of the consulting firm Sternstewart and one of the most common methods. http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva A good evaluation of the method is found here: http://lipas.uwasa.fi/~ts/eva/eva.html
1997	Value Added Intellectual Coefficient (VAIC™)	<i>Pulic (1997)</i>	ROA (doesn't quite fit any of the categories)	An equation that measures how much and how efficiently intellectual capital and capital employed create value based on the relationship to three major components: (1) capital employed; (2) human capital; and (3) structural capital. $VAIC_i = CEE_i + HCE_i + SCE_i$ http://www.vaicon.net/start.htm
1997	IC-Index™	<i>Roos, Roos, Dragonetti & Edvinsson (1997)</i>	SC	Consolidates all individual indicators representing intellectual properties and components into a single index. Changes in the index are then related to changes in the firm's market valuation.
1996	Technology Broker	<i>Brooking (1996)</i>	DI C	Value of intellectual capital of a firm is assessed based on diagnostic analysis of a firm's response to twenty questions covering four major components of intellectual capital: Human-centred Assets, Intellectual Property Assets, Market Assets, Infrastructure Assets.
1996	Citation-Weighted Patents	<i>Dow Chemical (1996)</i>	DI C	A technology factor is calculated based on the patents developed by a firm. Intellectual capital and its performance is measured based on the impact of research development efforts on a series of indices, such as number of patents and cost of patents to sales turnover, that describe the firm's patents. The approach was developed by Dow Chemical and is described by Bontis (2001).
1995	Holistic Accounts	<i>Rambøll Group</i>	SC	Rambøll is a Danish consulting group, which since 1995 reports according to its own 'Holistic Accounting' report. It is based on the EFQM Business Excellence model www.efqm.org . Describes nine key areas with indicators: Values and management, Strategic processes, Human Resources, Structural Resources, Consultancy, Customer Results, Employee Results, Society Results and Financial Results. Their report can be downloaded from www.ramboll.com
1994	Skandia Navigator™	<i>Edvinsson and Malone (1997)</i>	SC	Intellectual capital is measured through the analysis of up to 164 metric measures (91 intellectually based and 73 traditional metrics) that cover five components: (1) financial; (2) customer; (3) process; (4) renewal and development; and (5) human. Skandia insurance company brought it to fame, but Skandia no longer produces the report.

1994	Intangible Asset Monitor	<i>Sveiby (1997)</i>	SC	Management selects indicators, based on the strategic objectives of the firm, to measure four aspects of creating value from 3 classes of intangible assets labelled: People's competence, Internal Structure, External Structure. Value Creation modes are: (1) growth (2) renewal; (3) utilisation/efficiency; and (4) risk reduction/stability. http://www.sveiby.com/articles/companymonitor.html
1992	Balanced Score Card	<i>Kaplan and Norton (1992)</i>	SC	A company's performance is measured by indicators covering four major focus perspectives: (1) financial perspective; (2) customer perspective; (3) internal process perspective; and (4) learning perspective. The indicators are based on the strategic objectives of the firm. http://www.balancedscorecard.org/
1990	HR statement	<i>Ahonen (1998)</i>	DI C	A management application of HRCA widespread in Finland. The <i>HR profit and loss account</i> divides personnel related costs into three classes for the human resource costs: renewal costs, development costs, and exhaustion costs. 150 listed Finnish companies prepared an HR statement in 1999.
1989	The Invisible Balance Sheet	<i>Sveiby (ed. 1989) The "Konrad" group</i>	MC M	The difference between the stock market value of a firm and its net book value is explained by three interrelated "families" of capital; Human Capital, Organisational Capital and Customer Capital. The three categories first published in this book in Swedish have become a de facto standard. Download English translation of book here. Download article The Invisible Balance Sheet.
1988	Human Resource Costing & Accounting (HRCA 2)	<i>Johansson (1996)</i>	DI C	Calculates the hidden impact of HR related costs which reduce a firm's profits. Adjustments are made to the P&L. Intellectual capital is measured by calculation of the contribution of human assets held by the company divided by capitalised salary expenditures. Has become a research field in its own right. HRCA journal.
1970	Human Resource Costing & Accounting (HRCA 1)	<i>Flamholtz (1985)</i>	DI C	The pioneer in HR accounting, Eric Flamholtz, has developed a number of methods for calculating the value of human resources. Several papers are available for download on his home page. http://www.harrt.ucla.edu/faculty/bios/flamholtz.html
1950	Tobin's q	<i>Tobin James</i>	MC M	The "q" is the ratio of the stock market value of the firm divided by the replacement cost of its assets. Changes in "q" provide a proxy for measuring effective performance or not of a firm's intellectual capital. Developed by the Nobel Laureate economist James Tobin in the 1950's. http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's-q

Fonte: (SVEIBY, 2001)

ANEXO 2 – Relação dos Gestores de Fundos de PE/VC – Dez/08

INSTITUIÇÕES GESTORAS	CATEGORIAS COMO FOCO	CAPITAL COMPROMETIDO (Em Milhões de US\$)
AAI Global Equity	Private Equity; PIPE	n/d
Ace Venture Capital	VC- Seed; VX- Early Stage	10
Actis LLP	Private Equity	n/d
Adrenax Capital	VC- Seed; VC- Early Stage	3
Advent International Ltda.	Private Equity	1.520
AG Angra Investimentos	Private Equity; PIPE	420,2
AIG Private Equity	Private Equity	930
Albatroz Part. Ltda.	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	4,2
Alothon Group	Private Equity	n/d
Angra Partners	Private Equity	1.985
Antera Gestão de Rec. S/A	VC- Seed; VC- Early Stage	60
Apsan Investimentos S.A	Private Equity	n/d
Ascet Investimentos	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity; PIPE	200
Astella Investimentos	Private Equity	n/d
Autonomy Investimentos	VC- Seed; Private Equity; Mezanino; PIPE	1.000
Axial Part. e Projetos Ltda.	VC- Seed; VC- Early Stage	35
Axxon Group	Private Equity	150
Banco ABN AMRO Real S.A.	Private Equity; Mezanino	566
Banco Brascan S.A.	Private Equity	60
Banif Private Equity	Private Equity	602
BCSul Verax Serv. Financ.	n/d	n/d
BDF Management Ltd.	Private Equity	n/d
BNDES Participações	VC- Early Stage; Private Equity	481,74
BRZ Investimentos	Private Equity; PIPE	448,2
Buffalo Investimentos	n/d	50
Busato S.A. Part.	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	3,01
Cartiça Capital	Private Equity; PIPE	Em captação
CEF- Caixa Econômica Federal	Private Equity; Mezanino	n/d
Centerless Competence Network	VC- Early Stage; Private Equity	25
Confrapar S.A.	VC- Seed	3,52
CRP Copanhia de Participações	VC- Early Stage; Private Equity	41,4
Darby Overseas Investments Ltd.	VC- Early Stage; Private Equity, Mezanino	199
DEG- KFW Banking Group	Private Equity; Mezanino	n/d
DGF Investimentos	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	74,3
DLJ South American Partners	Private Equity; Mezanino; PIPE	n/d
DLM Confraper Gestão de Rec. S.A.	VC- Seed	12,05
Dynamo V.C. Adm. de Rec. LTDA	VC- Early Stage; Private Equity; Mezanino; PIPE	420,72

Ecceclera	n/d	n/d
Econergy Brasil Ltda.	VC- Seed	5
EL Area Empreed. e Particip. Ltda.	VC- Seed; VC- Early Stage	n/d
Emerging Capital Adm. Rec. Ltda.	VC- Early Stage	10
Endurance Capital Partners	VC- Early Stage; Private Equity	60,24
e-Plataform Ventura Partners S.A.	VC- Early Stage	n/d
Equity International	VC- Startup/Seed; VC- Early Stage; Private Equity	n/d
Espírito Santo Capital Brasil S.A	Private Equity; Mezanino; PIPE	250
Estufa Investimentos	VC- Startup/Seed; VC- Early Stage	7,23
FAMA Investimentos	PIPE	220
FAMA Private Equity	Private Equity	50
Fator Capital S.A.	Private Equity	n/d
FIR Capital Partners S.A	VC- Seed; VC- Early Stage	106,4
FRAM Capital	n/d	Em captação
Franchising Ventures	VC- Seed; Private Equity	60
Franklin Templeton invest. (Brasil)	PIPE	80,3
Fundamental Investimentos Ltda.	PIPE	245,78
Gávea Investimentos	Private Equity; Mezanino	1.062
GC / Capital	VC- Seed; VC- Early Stage	10
General Atlantic	Private Equity; PIPE	n/d
Global Equity Adm. de Rec. S.A.		Em captação
Governança e Gestão Invest. Ltda.	n/d	271,1
GP Investimentos	Private Equity	2.738
Green Capital Investimentos Ltda.	Private Equity	50
Greentech Capital	VC- Early Stage, Private Equity	50
IdeiasNet S.A.	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	12
Illan Participações	Private Equity	n/d
Imbeana	VC- Early Stage; Private Equity	5
Intel Capital Corporation	VC- Early Stage; Private Equity	50
Invest Tech Participações e Invest.	VC- Seed	35
Investidor Profissional gestão de Rec.	Private Equity; PIPE	146,8
Itacaré Capital Partners	VC - Early Stage; Private Equity	66,7
Itamby Part. e Desenvolvimento	Private Equity	10
Jardim Botânico Partners Invest.	VC- Seed; Private Equity	67,9
K2 Achievements Ltda.	VC- Seed; Private Equity	31
Kinea Investimentos Ltda.	Private Equity; PIPE	30
LAEP Investments Ltd.	n/d	n/d
Latour Capital do Brasil	Private Equity	107,5
Marambaia Capital S.A	n/d	40
Marathon	Private Equity; Mezanino; PIPE	n/d
Master Minds Investimentos	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity; PIPE	n/d
MaxCap Real Estate Invest. Advisors	VC- Seed; Venture Capital - Early Stage; Private Equity	n/d
Máxima Asset management	PIPE	45

Mercatto Investimentos	n/d	Em captação
Merril Lynch Global Private Equity	Private Equity	n/d
Mifactory Venture Capital	VC- Early Stage	n/d
Modal Adm. de Rec. S.A.	Private Equity	94,86
Monashees Capital	VC- Seed; VC- Early Stage	n/d
Morgan Stanley Real Estate Investing	Private Equity	77,8
NEO Investimentos	Mezanino	105
NSG Capital Adm. de Recursos S.A.	Private Equity	391,12
One Equity Partners/ Pacific Invest.	Private Equity; PIPE	n/d
Pampa do Brasil Administração	n/d	Em captação
Pátria Investimentos	Private Equity	1.305
Paul Capital	n/d	n/d
Performa Investimentos	VC- Seed; VC- Early Stage	Em captação
Phoenix Strategie Fin. Advisor	VC- Seed; VC- Early Stage	2,4
Plancorp	VC- Early Stage	9,01
Plataforma Capital Partners Ltda.	Private Equity	Em captação
Prosperitas investimentos S.A.	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	934
Rio Bravo Investimentos S.A.	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	149,4
Santander	Private Equity; Mezanino; PIPE	n/d
Semeia Brasil	VC- Early Stage; Private Equity	38
SOLO Corp	VC- Early Stage	n/d
SP Adm. de Fundos Ltda.	VC- Seed; VC- Early Stage	14
Spinnaker Capital Brazil	Private Equity; PIPE	92
Standard Bank	n/d	Em captação
Stratus Group	Private Equity; Mezanino	303,46
Tarpon Investment Group	VC- Seed; Private Equity; Mezanino; PIPE	765
Teak Ventures do Brasil S.A.	Private Equity	3,79
The Carly Gorup	Private Equity, PIPE	n/d
Timber Capital	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	50
TMG Capital	Private Equity; Mezanino	100
Trinity Investimentos	Private Equity	150,6
Tripod Investiments	VC- Early Stage; Private Equity	Em captação
Trivella Investimentos	Private Equity	Em captação
UBS Pactual	Private Equity	1.736
Valora Investimentos Ltda.	Private Equity; Mezanino	24
Venture Partners Brasil	VC- Seed; VC- Early Stage	Em captação
VentureLabs Brasil Empreend. Tec.	VC- Seed	n/d
Verticals Capital Adm. de Rec.	VC- Early Stage	10
Vision Brazil Investiments	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity; Mezanino	84,33
Vita Bioenergia	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	50
Votorantim Novos Negócios Ltda.	VC- Seed; VC- Early Stage; Private Equity	300
Total 121 Gestores	Total Capital Comprometido	22.017,06

Fonte: (GVCEPE E INSTITUTO ENDEAVOR, 2008, p. 62-112)

ANEXO 3 – Seleção entre os 10 Maiores Gestores por Categoria

Private Equity: 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Comprometido Alocado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
GP Investments	Bermudas	1993	2.738	57	6	15
Angra Partners	Brasil	2004	1.985	21	2	4
UBS Pactual	Brasil	2001	1.736	25	4	10
Advent International	Estados Unidos	1997	1.520	18	3	6
Pátria Investimentos	Brasil	1994	1.305	38	3	6
ALG Private Equity	Estados Unidos	2000	930	9	4	4
Banif Private Equity	Portugal	2006	602	14	2	0
NSG Capital	Brasil	2007	391	14	2	1
TOTAL			11.207	196	26	46

* Actis LLP e Merrill Lynch Global Private Equity: capital comprometido não divulgado por solicitação da organização gestora.

** Registro/sede legal da organização gestora.

*** No caso de veículos não exclusivos para o Brasil (i.e. Emerging Markets, Global e/ou Regional – América Latina, Mercosul ou América do Sul,) considerou-se a melhor estimativa do gestor para o capital comprometido alocado ao Brasil.

Fonte : (GVCEPE, Dezembro de 2008, p. 17-19)

Balanced (PE/VC, Mezanino e/ou PIPE): 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Comprometido Alocado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
Gávea Investimentos	Brasil	2006	1.062	28	2	18
Autonomy	Inglaterra	2006	1.000	8	1	7
Prosperitas	Brasil	2006	934	25	3	15
Tarpon Investment	Bermudas	2005	765	18	1	5
ABN AMRO Real	Espanha	1999	566	6	1	5
BNDESPAR	Brasil	1988	482	54	1	40
BRZ Investimentos	Brasil	2003	448	9	3	7
Dynamo	Brasil	1999	421	10	4	3
AG Angra	Brasil	2006	420	12	1	2
TOTAL			6.098	170	17	102

* General Atlantic: capital comprometido não divulgado por solicitação da organização gestora.

** Registro/sede legal da organização gestora.

*** No caso de veículos não exclusivos para o Brasil (i.e. Emerging Markets, Global e/ou Regional – América Latina, Mercosul ou América do Sul) considerou-se a melhor estimativa do gestor para o capital comprometido alocado ao Brasil.

Fonte : (GVCEPE, Dezembro de 2008, p. 17-19)

ANEXO 3 (CONTINUAÇÃO)

Venture Capital – Early Stage: 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora	País de Origem *	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Comprometido Alocado ao Brasil **	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
VNN	Brasil	2000	300	19	1	8
FIR Capital Partners	Brasil	1999	106	32	5	18
DGF Investimentos	Brasil	2001	74	18	3	9
JB Partners	Brasil	2003	68	18	2	5
Franchising Ventures	Brasil	2007	60	7	1	9
Intel Capital	Estados Unidos	1999	50	7	2	8
CRP	Brasil	1981	41	16	3	15
Marambaia Capital	Brasil	2002	40	9	1	5
Axial Participações	Brasil	2000	35	4	1	5
Centerless	Brasil	2002	25	8	1	6
TOTAL			779	138	20	88

* Registro/sede legal da organização gestora.

** No caso de veículos não exclusivos para o Brasil (i.e. Emerging Markets, Global e/ou Regional – América Latina, Mercosul ou América do Sul) considerou-se a melhor estimativa do gestor para o capital comprometido alocado ao Brasil.

Fonte : (GVCEPE, Dezembro de 2008, p. 17-19)

Venture Capital – Seed: 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Comprometido Alocado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
Antera	Brasil	2005	60	17	1	5
Invest Tech	Brasil	2003	35	11	2	3
DLM Confrapar	Brasil	2007	12	10	1	0
Ace Venture Capital	Brasil	2005	10	7	1	1
Emerging Capital	Brasil	2007	10	4	2	3
GC Capital	Brasil	2007	10	4	1	5
Estufa Investimentos	Brasil	2006	7	5	1	0
Econergy Brasil	Estados Unidos	2001	5	8	1	3
TOTAL			149	56	10	20

* Mifactory e Monashees Capital: capital comprometido não divulgado por solicitação da organização gestora.

** Registro/sede legal da organização gestora.

*** No caso de veículos não exclusivos para o Brasil (i.e. Emerging Markets, Global e/ou Regional – América Latina, Mercosul ou América do Sul) considerou-se a melhor estimativa do gestor para o capital comprometido alocado ao Brasil.

Fonte : (GVCEPE, Dezembro de 2008, p. 17-19)