

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO

BRUNO FRANÇA PÁDUA COELHO

**FATORES CRÍTICOS DE DESEMPENHO DOS FUNDOS DE
VENTURE CAPITAL DO BRASIL**

Belo Horizonte

2011

Bruno França Pádua Coelho

FATORES CRÍTICOS DE DESEMPENHO DOS FUNDOS DE VENTURE CAPITAL DO BRASIL

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração – Finanças

Orientador – Prof. Antônio Artur de Souza, *Ph.D.*

Belo Horizonte

2011

C672f
2011

Coelho, Bruno França Pádua.

Fatores críticos de desempenho dos fundos de venture capital do
Brasil / Bruno França Pádua Coelho. - 2011
146 f., enc. : il.

Orientador: Antônio Artur de Souza

Dissertação (mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais.
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.

1.Capital de risco - Brasil - Teses. 2.Investimentos - Teses.
3.Administração financeira - Teses. 5.Administração - Teses. I.Souza,
Antônio Artur de. II.Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de
Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. III.Título.

CDD: 658.1522



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

ATA DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO do Senhor BRUNO FRANÇA PÁDUA COELHO, REGISTRO Nº 481/2011. No dia 30 de junho de 2011, às 10:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Dissertação, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 30 de junho de 2011, para julgar o trabalho final intitulado "Fatores Críticos de Desempenho dos Fundos de Venture Capital do Brasil", requisito para a obtenção do Grau de Mestre em Administração, área de concentração: Administração. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Antônio Artur de Souza, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra ao candidato para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa do candidato. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do candidato e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO;

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 90 NOVENTA DIAS);

() REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente ao candidato pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 30 de junho de 2011.

NOMES

ASSINATURAS

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza.
ORIENTADOR (CIC/FACE/UFMG)

Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci
(CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Lin Chih Cheng
(Departamento de Engenharia de Produção - UFMG)

Prof. Dr. Afonso Augusto Teixeira de Freitas de Carvalho Lima
(Universidade Federal de Viçosa).....

Aos meus pais, Márcio e Mírian, pela contribuição
essencial para a minha formação pessoal e profissional.

AGRADECIMENTOS

À minha família, pelo apoio às minhas decisões e pela amizade.

Ao Prof. Cheng, pelos conselhos pessoais e profissionais nos últimos seis anos.

Aos colegas e amigos do IEBT, por estarem juntos comigo nesta caminhada profissional e por acreditarem no nosso trabalho, assim como eu acredito.

Ao Prof. Antônio Artur, pelo apoio nos últimos dois anos e, particularmente, a este trabalho.

Aos colegas e ex-colegas do NTQi que tanto contribuíram com a minha formação.

Aos colaboradores diretos para a realização deste trabalho: Carlos Miranda, Cristiano Pereira, Eric Ribeiro, Felipe Moleda, Helton Dias, Henrique Mascarenhas, Levindo Santos, Ricardo Resende e Tatiana Alvisi.

RESUMO

Empresas de Base Tecnológica (EBTs) são organizações de destacada relevância na geração e difusão de inovações. Para que o início ou a manutenção das atividades dessas empresas se torne viável, no entanto, frequentemente há a necessidade de aporte de recursos financeiros de terceiros durante o processo de criação e desenvolvimento dessas organizações. Nesse contexto, os *venture capitalists*, por meio de seus fundos de investimento, podem se estabelecer como importantes financiadores dessas empresas. Contudo, no âmbito nacional, ainda há poucos estudos no que diz respeito a fatores relacionados ao desempenho dos investimentos em *Venture Capital* (VC). Portanto, buscou-se identificar e descrever, por meio deste trabalho, Fatores Críticos (FCs) de desempenho dos fundos de VC do Brasil. Por meio de oito entrevistas semiestruturadas realizadas com dez representantes de gestoras de fundos de VC brasileiros, foram identificados 158 FCs relacionados aos ambientes interno e externo das empresas investidas – ou em processo de avaliação – e ao ambiente interno dos fundos. A partir das análises realizadas, esses fatores foram divididos em: FCs relacionados à carteira de investimento e FCs relacionados a cada investimento individual. Questionários auto administrados aplicados aos mesmos dez representantes das seis gestoras validaram os FCs identificados, indicando-os como uma referência inicial para futuros trabalhos na área.

Palavras-chave – *Venture Capital* – Fatores Críticos de Desempenho – Empresa de Base Tecnológica.

ABSTRACT

The contribution of technology-based firms (TBFs) to innovation and its diffusion is distinctive. However, to feasibly initiate or maintain their activities, these firms will often require third parties' investment during their creation and development. Venture capitalists, using their investment funds, can be important sources of financing for these companies. Nevertheless, regarding the Brazilian context, there are not many studies of performance drivers related to venture capital (VC) investments. Therefore, the aim of this work was to identify and describe key performance drivers (KPDs) of VC funds in Brazil. Eight semi-structured interviews with ten managers of national funds administrators led to the identification of 158 KPDs, related to the internal and external environment of invested – or under assessment – firms and to the internal environment of the funds. Based on the analyses, these drivers were split into two groups: KPDs related to the whole investment portfolio; and KPDs related to individual investments. Responses to a self-administered questionnaire were obtained from the interviewees, validating the KPDs identified. This indicates that may be used as an initial reference for future research in this field.

Key-words – Venture Capital – Key Performance Drivers – Technology-Based Firm.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

1- Lista de Figuras

Figura 1 -	Seleção, gestão e desinvestimento em um portfólio de ENBTs	19
Figura 2 -	Ciclo de vida dos produtos	23
Figura 3 -	Fases do desenvolvimento de uma ENBT	24
Figura 4 -	Matriz de categorização dos estudos sobre <i>research-based spinoffs</i>	27
Figura 5 -	Fatores de sucesso no desenvolvimento de ENBTs	30
Figura 6 -	Autores mais citados da literatura de <i>venture capital</i>	32
Figura 7 -	Principais participantes da atividade de VC/PE	35
Figura 8 -	Visualizando o risco e a recompensa do investimento em projeto inovador.....	39
Figura 9 -	Processo de realização da pesquisa	50
Figura 10 -	Categorias de análises.....	56
Figura 11 -	Fatores ambientais	57
Figura 12 -	Fatores críticos de desempenho da carteira e de cada investimento individual .	59
Figura 13 -	Processo de investimento dos fundos de <i>venture capital</i>	69
Figura 14 -	Processo de gestão e desinvestimento dos fundos de <i>venture capital</i>	72
Figura 15 -	Fatores críticos do fundo e fatores críticos de um investimento individual	75
Figura 16 -	Classificação dos fatores críticos relacionados a cada investimento individual	76
Figura 17 -	Classificação dos fatores críticos relacionados ao fundo	98

2- Lista de Quadros

Quadro 1 -	Categoria dos recursos de uma firma	26
Quadro 2 -	Questões que devem ser abordadas na apresentação de um empreendimento ...	37
Quadro 3 -	Questões que devem ser abordadas na descrição de um novo negócio	38
Quadro 4 -	Perguntas realizadas no questionário.....	61

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Fatores de sucesso no desenvolvimento de ENBTs	29
Tabela 2 -	Critérios utilizados na análise de investimentos por VCs de diferentes países ..	40
Tabela 3 -	Exemplo de avaliação de um projeto inovador por critérios pré-estabelecidos ..	43
Tabela 4 -	Relações entre estratégias de saída e a elaboração de contratos.....	48
Tabela 5 -	Características da amostra	55
Tabela 6 -	FCIs – Equipe	78
Tabela 7 -	FCIs – Tecnologia, produto e processo produtivo.....	83
Tabela 8 -	FCIs – Mercado	87
Tabela 9 -	FCIs – Projeto e negócio	91
Tabela 10 -	FCIs – Análise financeira, saída, acordo e diretrizes do fundo	94
Tabela 11 -	FCFs – Histórico e sistema gerencial	100
Tabela 12 -	FCFs – Equipe e investidores	105
Tabela 13 -	FCFs – Definições estratégicas e estruturais	107
Tabela 14 -	FCFs – Suporte à gestão	110
Tabela 15 -	FCFs – Suporte ao desinvestimento	114
Tabela 16 -	FCFs – Suporte ao controle	116
Tabela 17 -	Particularidades do mercado brasileiro de VC	120

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

- Anvisa – Agência Nacional de Vigilância Sanitária
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- DEP – Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Federal de Minas Gerais
- DFJ – *Draper Fisher Jurvetson*
- E – Entrevista
- EBT – Empresa de Base Tecnológica
- EE – Empresa Emergente
- ENBT – Empresa Nascente de Base Tecnológica
- FC – Fator Crítico
- FCF – Fator Crítico Relacionados ao Fundo
- FCI – Fator Crítico Relacionados às Empresas Investidas
- FDA – *Foods and Drugs Administration*
- FExt-F – Fator Relacionado ao Ambiente Externo do Fundo
- FExt-I – Fator Relacionado ao Ambiente Externo das Empresas Investidas
- FInt-F – Fator Relacionado ao Ambiente Interno do Fundo
- FInt-I – Fator Relacionado ao Ambiente Interno das Empresas Investidas
- FIP – Fundo de Investimento em Participações
- FMIEE – Fundo Mútuo de Empresas Emergentes
- GP – Gestão do Portfólio de Projetos de Novos Produtos
- ICT – Instituição de Ciência e Tecnologia
- IDH – Índice de Desenvolvimento Humano
- IPO – *Initial Public Offering*
- JBI – Jardim Botânico Investimentos
- M&A – *Mergers and Acquisitions*
- MOU – *Memorandum of Understanding*
- NDA – *Non-Disclosure Agreement*
- NTBF – *New Technology-based Firm*
- NTQI – Núcleo de Tecnologia da Qualidade e da Inovação

OCDE – *Organisation for Economic Co-operation and Development*

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

PII – Programa de Incentivo à Inovação

SECTES-MG – Secretaria de Estado de Ciência, Tecnologia e Ensino Superior de Minas Gerais

SEBRAE-MG – Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas do Estado de Minas Gerais

UFMG – Universidade Federal de Minas Gerais

VC – *Venture Capital*

VC – *Venture Capitalist*

PE – *Private Equity*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	Contextualização	14
1.2	Introdução ao tema da pesquisa	16
1.3	Tema da pesquisa	17
1.4	Problema da pesquisa e objetivos	18
1.5	Relevância e justificativa	19
2	REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1	Empresas Nascentes de Base Tecnológica (ENBTs)	22
2.1.1	Introdução	22
2.1.2	Definição	22
2.1.3	Constituição	25
2.1.4	Taxonomia	26
2.1.5	Fatores de sucesso	27
2.2	Venture Capital (VC)	31
2.2.1	Introdução	31
2.2.2	Definição	32
2.2.3	Relevância	34
2.2.4	Estrutura	35
2.2.5	Seleção do portfólio	36
2.2.6	Gestão do portfólio	43
2.2.7	Desinvestimento do portfólio	46
3	METODOLOGIA	49
3.1	Introdução	49
3.2	Processo de pesquisa	49
3.3	Etapa exploratória	51
3.3.1	Entrevistas semiestruturadas	51
3.3.2	Análise de conteúdo	52
3.3.3	Fontes de dados	54
3.3.4	Roteiro e condução das entrevistas	55
3.4	Etapa Comparativa	58
3.4.1	Questionários autoadministrados	58
3.4.2	Questionários desenvolvidos e aplicados	58

3.4.3	Fontes de dados	60
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	62
4.1	Introdução	62
4.2	Características da amostra	63
4.2.1	Gestoras e os fundos de VC.....	63
4.2.2	Gestores participantes da pesquisa	67
4.3	Processo de investimento, gestão e desinvestimento dos fundos de VC.....	67
4.3.1	Introdução.....	67
4.3.2	Processo de investimento	68
4.3.1	Processo de gestão e desinvestimento	71
4.4	Fatores críticos de desempenho dos fundos de VC	74
4.4.1	Introdução.....	74
4.4.2	Fatores críticos relacionados a cada investimento individual	75
4.4.2.1	<i>Introdução</i>	<i>75</i>
4.4.2.2	<i>Equipe.....</i>	<i>77</i>
4.4.2.3	<i>Tecnologia, produto e processo produtivo.....</i>	<i>81</i>
4.4.2.4	<i>Mercado</i>	<i>86</i>
4.4.2.5	<i>Projeto e negócio</i>	<i>90</i>
4.4.2.6	<i>Análise financeira</i>	<i>93</i>
4.4.2.7	<i>Saída.....</i>	<i>95</i>
4.4.2.8	<i>Acordo.....</i>	<i>95</i>
4.4.2.9	<i>Diretrizes do fundo.....</i>	<i>96</i>
4.4.3	Fatores críticos relacionados à carteira de investimentos.....	97
4.4.3.1	<i>Introdução</i>	<i>97</i>
4.4.3.2	<i>Histórico.....</i>	<i>98</i>
4.4.3.3	<i>Sistema gerencial</i>	<i>99</i>
4.4.3.4	<i>Equipe.....</i>	<i>103</i>
4.4.3.5	<i>Investidores</i>	<i>104</i>
4.4.3.6	<i>Definições estratégicas e estruturais</i>	<i>106</i>
4.4.3.7	<i>Suporte à gestão das empresas</i>	<i>108</i>
4.4.3.8	<i>Suporte ao desinvestimento das empresas</i>	<i>112</i>
4.4.3.9	<i>Suporte ao controle das empresas</i>	<i>115</i>
4.4.4	Validação dos fatores críticos de desempenho dos fundos de VC	118
4.5	Particularidades do mercado brasileiro de VC.....	120

5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	124
5.1	Contribuições	124
5.1	Limitações.....	126
5.2	Oportunidades de trabalhos futuros	126
	REFERÊNCIAS	127
	APÊNDICES.....	130
	ANEXO.....	144

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A inovação, em termos gerais, é um tema muito abordado em estudos científicos, na formação de políticas governamentais mas, principalmente, no meio empresarial. Tal fato se deve à sua grande importância relacionada ao desenvolvimento sócioeconômico mundial. Importantes economistas e estudiosos da área, como Joseph Schumpeter, se referem à inovação como o “motor” do desenvolvimento econômico. Dessa forma, ao abordarem a inovação em termos gerais, também levam em consideração a inovação tecnológica.

Inovação tecnológica essa, é resultado de vários projetos finalizados nos séculos XIX e XX que tiveram grande importância no desenvolvimento sócioeconômico mundial. No setor da saúde, por exemplo, que é diretamente relacionado ao Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), há vários exemplos de projetos de sucesso relacionados ao desenvolvimento de fármacos – tanto de cunho preventivo quanto curativo – e de projetos relacionados ao desenvolvimento de equipamentos para diagnósticos e tratamentos médicos. No setor dos transportes, relacionado à velocidade e capacidade das transações de pessoas e mercadorias, também há exemplos de projetos como o avião (setor aéreo), navios (setor fluvial) e veículos (setor terrestre) movidos por motores de combustão interna. Já, em relação aos meios de comunicação, foram desenvolvidos o rádio (transmissão de som), a televisão (transmissão de som e imagem) e a internet (transmissão de dados). O desenvolvimento de tecnologias nos setores de transporte e comunicação, principalmente, foi de extrema importância se relacionado ao desenvolvimento econômico mundial, pois, a partir das suas aplicações, o fluxo de pessoas, materiais e informação foi bastante acelerado. Sendo assim, os processos de gerenciamento das empresas, negociação, divulgação e distribuição de produtos e serviços se tornaram mais eficientes.

A inovação tecnológica, de acordo com o Manual de Oslo (OCDE, Manual de Oslo, 1996), pode ser conceituada como desenvolvimento e utilização de uma nova tecnologia em um

produto ou processo produtivo (inovação radical), ou pelo aprimoramento da tecnologia existente utilizada (inovação incremental). Nesse contexto, além de casos de inovação tecnológica advirem de projetos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) desenvolvidos internamente em empresas já constituídas no mercado, podem ser advindos também de projetos de Instituições de Ciência e Tecnologia (ICTs) (eg. algumas universidades) ou de projetos de pesquisadores autônomos. Geralmente, empresas nas quais existem projetos desse tipo são consideradas Empresas de Base Tecnológica (EBT).

As novas empresas geradas a partir de projetos de base tecnológica, entretanto, são representadas como Empresas Nascentes de Base Tecnológica (ENBTs). A geração dessas ENBTs é tomada como de fundamental importância para o desenvolvimento de regiões e países, pois, além de promover a transformação de pesquisas de aplicações práticas em valor econômico, contribui fortemente tanto para a criação de novos empregos quanto para a geração de conhecimento científico-tecnológico (SHANE, 2004; ROBERTS, 1991).

Nesse processo de criação e desenvolvimento das ENBTs, contudo, frequentemente há a necessidade de um aporte de recursos financeiros de terceiros para que o início ou manutenção das atividades da empresa se torne viável. Na medida em que seus administradores desejam aumentar ainda mais seu faturamento ao longo do tempo, podem ser necessários novos investimentos para que esse crescimento da empresa também se torne viável. Uma possível fonte de recursos, nesse caso, é representada pelos investidores de risco, ou *Venture Capitalists* (VCs). Os VCs, em geral, são investidores que aceitam correr um risco maior, se comparados aos outros tipos de investidores pelo fato de investir em empresas emergentes, dentre elas, as ENBTs. Eles têm a expectativa de que a comercialização dos produtos (geralmente advindos de desenvolvimento ou aprimoramento de tecnologias aplicadas) das empresas nas quais investirem tenha sucesso, dadas as várias incertezas a respeito da viabilidade do negócio. O risco que eles assumem ao realizarem o investimento é considerado como excessivo, pois a empresa investida geralmente se encontra em uma fase incipiente: os aspectos técnicos da sua produção ou sua comercialização em escala ainda não estão totalmente dominados por seus funcionários e o mercado ainda não é satisfatoriamente conhecido. Dentre outras maneiras, os VCs realizam investimentos por meio de um veículo de investimento: um fundo de *Venture Capital* (VC). Esses fundos são geridos por meio de instituições organizadas, com pessoas qualificadas para a realização das análises de investimentos que são balizadas de acordo com processos sistemáticos de seleção e gestão do

portfólio de investimento. Cada uma das empresas a serem investidas, então, é analisada por meio de um processo formalizado.

1.2 Introdução ao tema da pesquisa

Sabe-se que, quanto mais confiança há entre investidores, em geral, em determinado tipo de investimento e em alguma região, mais recursos passam a ser disponibilizados por eles. Para o mercado de VC isso se dá da mesma forma. Tal confiança pode ser proporcionada por meio do desenvolvimento de bons projetos pelos empreendedores, de casos passados de sucesso e de incentivos do governo. Nesse contexto, como forma de incentivo, o governo pode realizar tanto investimentos em fundos privados, como sóciocotista, ou por meio da realização de programas de atração de investimentos externos e, conseqüentemente, de conhecimento a respeito desse mercado (THE ECONOMIST 29 out. 2009). Uma forma de aprimoramento da base de conhecimento a respeito do tema se dá por meio da discussão sobre os fatores críticos em torno do processo de investimento dos VCs. Quanto maior o nível de acerto das avaliações realizadas pelos VCs, em um mercado, mais casos de sucesso poderão surgir. Por sua vez, a confiança dos investidores no mercado da região aumentará e mais capital será atraído como suporte ao desenvolvimento de futuros empreendimentos.

De acordo com alguns estudos sobre fatores impeditivos para o desenvolvimento de ENBTs, a partir de pesquisas acadêmicas, a habilidade para se obter recursos de empresas de capital de risco é tomada como principal fator, ou seja, empresas capazes de obter recursos financeiros provenientes de VCs geralmente têm mais sucesso que as outras (WRIGHT, 2006). De fato, empresas investidas por VCs, além de passarem a dispor de mais recursos financeiros para a realização de investimentos, geralmente passam a ter uma organização mais formalizada, pois isso é necessário para que se possa apurar se as diretrizes seguidas pela administração da empresa foram aquelas definidas no planejamento estratégico realizado, e se os resultados financeiros apresentados estão de acordo com os eventos ocorridos. Dependendo da quantidade de recursos investidos, VCs passam a exercer influência direta na administração da rotina de trabalho da empresa, ao disponibilizar um corpo executivo, contábil e jurídico,

além de sua rede de contatos, no sentido de fornecer, também, suporte gerencial para o desenvolvimento da empresa investida como forma de auxiliá-la.

1.3 Tema da pesquisa

Em tal contexto, a proposta de estudo apresentada se refere à identificação de fatores críticos ou relacionados ao desempenho dos fundos de *venture capital* do Brasil. Considera-se como fonte de informação, neste trabalho, o investidor proveniente dos fundos de capital de risco devido ao fato de que o processo de decisão utilizado, ao se realizar o investimento e o desinvestimento, em geral, é estruturado e baseado em etapas formalizadas. Dessa forma, por meio de discussão a respeito do processo de investimento levando-se em consideração cada uma das etapas, o levantamento de informações pode ser mais eficiente se comparado ao realizado por meio de uma discussão a respeito de uma organização menos estruturada.

Por intermédio da identificação de fatores críticos de desempenho proposta no presente estudo, poderão ser realizadas reflexões em relação ao processo de decisão referente ao investimento, gestão da carteira e desinvestimento considerados pelos VCs para que, no futuro a taxa de sucesso dos investimentos realizados possa ser cada vez maior. Além disso, sabe-se que, no contexto brasileiro, o mercado de VC ainda não é tão desenvolvido quanto em outros países como os Estados Unidos, por exemplo. Sendo assim, pode-se inferir que quanto mais casos de sucesso obtidos por meio desse tipo de investimento e quanto mais confiança houver em relação aos investimentos futuros, esse mercado será mais fortalecido. Quanto mais recursos financeiros disponíveis para investimento em ENBTs, mais casos de sucesso podem ser apresentados e um maior impacto positivo no desenvolvimento da economia brasileira poderá ser observado.

1.4 Problema da pesquisa e objetivos

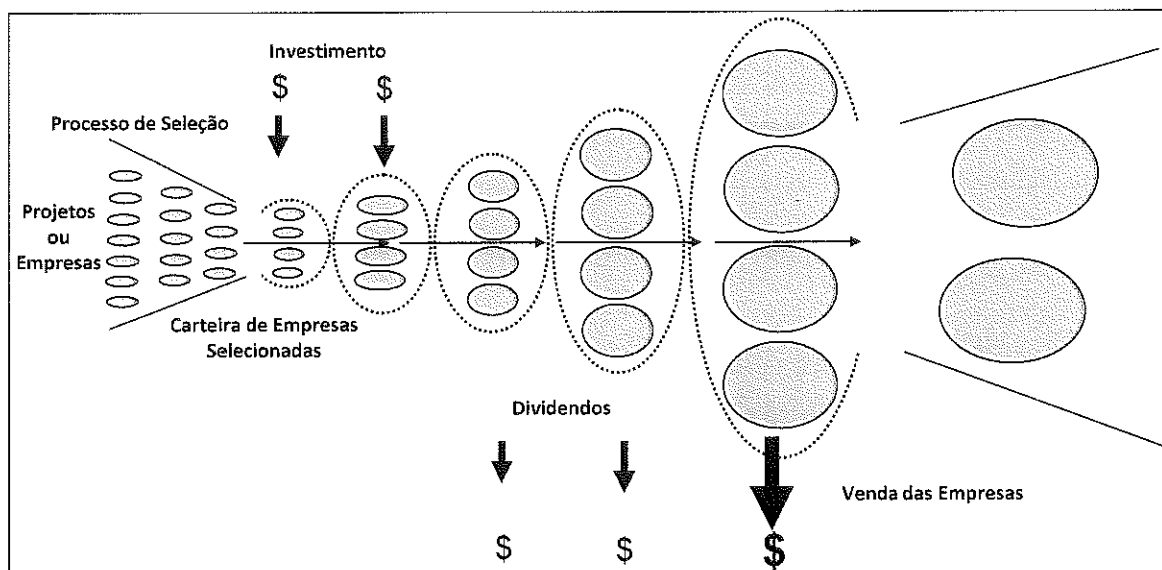
Sendo assim, dado o tema do trabalho, por meio da pesquisa buscou-se responder a seguinte questão orientadora: “Quais são os principais fatores que interferem no desempenho dos fundos de *venture capital* brasileiros?”

Tendo em vista essa pergunta como diretriz do trabalho, o seguinte objetivo geral para as investigações referentes ao estudo realizado, foi proposto: “Identificar e descrever os principais fatores críticos que interferem no desempenho dos fundos de *venture capital* brasileiros, que são controláveis pelos seus gestores.”

Tomando como base o objetivo geral do trabalho, por meio da pesquisa, os seguintes objetivos específicos foram levados em consideração:

- identificar e descrever os processos de triagem, gestão e desinvestimento de fundos de *venture capital* brasileiros;
- identificar e descrever os critérios utilizados para a seleção de portfólios de investimento de fundos de *venture capital*;
- identificar e descrever os fatores críticos de desempenho de fundos de *venture capital*, considerando cada investimento individualmente;
- identificar e descrever os fatores críticos de desempenho de fundos de *venture capital*, considerando o conjunto de investimentos;
- identificar e descrever particularidades do mercado de *venture capital* brasileiro.

Figura 1 - Seleção, gestão e desinvestimento em um portfólio de ENBTs



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

1.5 Relevância e justificativa

O principal motivo pelo qual é proposta a realização do presente estudo deve-se a dois fatores principais: lacunas identificadas na literatura e experiências práticas prévias relacionadas ao tema em questão. Por um lado, de acordo com alguns estudos, há uma lacuna na literatura referente às ENBTs advindas de pesquisas, pois há poucos estudos sobre o seu desenvolvimento que levam em consideração a abordagem dos recursos financeiros (MUSTAR *et al.*, 2006). Geralmente os estudos são desenvolvidos a partir de perspectivas referentes a outros tipos de recursos (*eg.* fontes de recursos, recursos técnicos, humanos ou sociais) ou a outras diretrizes (*eg.* modelo de negócios ou *link* institucional). Além disso, ainda é observado na literatura que a maior parte dos estudos sobre o tema são realizados por meio de uma perspectiva estática ou por meio deles são apresentadas análises das ENBTs em um determinado ponto cronológico de seu desenvolvimento (HEIMAN & CLARYSSE, 2004). Dentro do contexto da perspectiva estática, há alguns estudos sobre o processo de seleção de empresas para aportes de capital, nos quais são apresentados critérios ou fatores de apoio à decisão determinantes para a escolha de qual tecnologia investir. Nesse contexto,

entretanto, ainda há espaço para melhorias (ZACHARAKIS & MEYER, 2000). Além de o presente estudo ser realizado por meio da perspectiva financeira da base teórica sobre ENBTs, foi considerado, também, todo o tempo de gerenciamento do portfólio dos VCs desde o investimento até o desinvestimento nas empresas.

Além das lacunas identificadas na literatura sobre o tema a ser pesquisado, durante o terceiro trimestre do ano de 2007, durante o ano de 2008, 2009 e 2010 foram realizados trabalhos práticos juntamente ao Núcleo de Tecnologia, da Qualidade e da Inovação (NTQI) – núcleo de pesquisa localizado no Departamento de Engenharia de Produção (DEP) da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) – no projeto referente ao Programa de Incentivo à Inovação (PII), resultado de uma parceria entre o NTQI, a Secretaria de Estado de Ciência, Tecnologia e Ensino Superior de Minas Gerais (SECTES-MG), o Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas de Minas Gerais (SEBRAE-MG) e, até então, seis universidades do estado de Minas Gerais. Durante a realização desse estudo foi levada em consideração a divisão das dimensões principais referentes aos estudos de ENBTs, apresentadas por Mustar *et al.*, 2006: (i) institucional; (ii) produto e negócio; (iii) recursos. Durante o trabalho, houve, ainda, contatos e entrevistas com representantes de fundos de investimentos brasileiros de capital semente de grande porte.

Em relação às dimensões dos estudos, a maior competência da parceria estabelecida no programa se encontra em *Produto e Negócio*. Como forma de aprimorar as outras competências necessárias para a construção de uma base teórica mais sólida sobre o tema, iniciaram-se estudos sobre as outras dimensões e surgiu a ideia da construção de uma rede de competências em nível nacional. Como forma de iniciar a abordagem da parte de recursos financeiros que está inserida na dimensão *Recursos*, estudos sobre o tema tiveram início, assim como os contatos com representantes de fundos de investimento de VC. A partir desses contatos foram constatadas as grandes dificuldades presentes no processo de escolha das tecnologias, produtos ou empresas a receberem investimentos e no processo de emissão de ações dessas empresas durante o seu desenvolvimento e estabelecimento no mercado. Essas dificuldades são referentes principalmente: à escolha de quais empresas devem receber o investimento; à avaliação (*valuation*) inicial da empresa; à porcentagem de participação da empresa a ser requerida pelo investidor (risco a ser assumido dado o valor do negócio); ao processo de crescimento da empresa referente à emissão de novas ações (valor das ações a serem emitidas, quantidade de ações a serem emitidas, aumento da participação do próprio

fundo ou busca de um novo parceiro); à abordagem inicial preventiva em relação ao processo de realização final dos investimentos a partir da transferência das empresas da carteira.

Por outro lado, além dos estudos apresentados, foi vislumbrada também no PII a grande dificuldade de obtenção de recursos financeiros por parte das ENBTs. Recursos esses que foram constatados como de grande importância para que empresa possa obter o sucesso almejado por seus fundadores por meio de investimentos em sua estrutura referente à pesquisa e desenvolvimento, à produção e à parte comercial.

A relevância deste trabalho, então, é justificada por meio da pretensão de abordar os problemas descritos que foram identificados tanto do ponto de vista teórico no contexto internacional, quanto empírico, no contexto brasileiro.

Como base para se compreender o presente trabalho, faz-se necessário que seja explicitada uma discussão relativa aos temas presentes na literatura, cujo estudo teve seu embasamento: *Empresas Nascentes de Base Tecnológica; Venture Capital*.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Empresas Nascentes de Base Tecnológica (ENBTs)

2.1.1 Introdução

Levando-se em consideração que o enfoque do presente trabalho trata de investimentos de VCs em empresas emergentes, dentre elas, as ENBTs, faz-se necessário que estudos relacionados às características dessas ENBTs sejam explicitados, pois assim pode-se associar as especificidades das características desse tipo de empresa ao processo de investimento que é o objeto de estudo considerado. A revisão bibliográfica do tema relacionado às ENBTs é dividida, então em: (i) introdução; (ii) definição; (iii) constituição; (iv) fatores de sucesso.

2.1.2 Definição

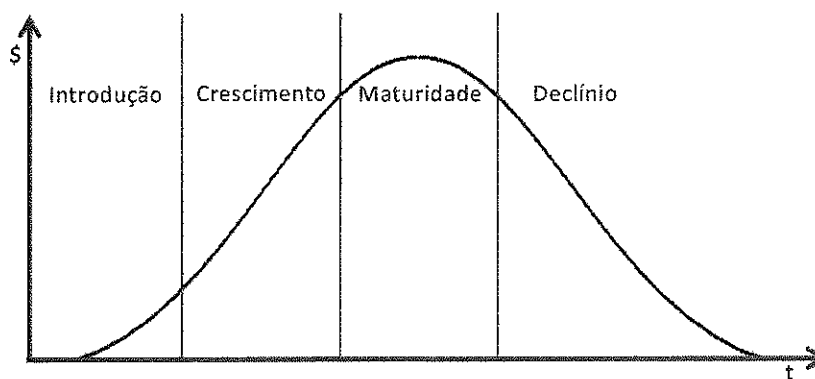
Ao se tratar do tema em questão, inicialmente é necessário que alguns conceitos fundamentais sejam explicitados.

Uma empresa considerada de base tecnológica (EBT), em termos gerais, pode ser representada como aquela que “[...] dispõe de competência rara ou exclusiva em termos de produtos ou processos, viáveis comercialmente, que incorporam grau elevado de conhecimento científico” (MARCOVITCH; SANTOS & DUTRA, 1986).

A sigla ENBTs, entretanto, advém da expressão *New Technology-Based Firms* (NTBFs), em inglês. Na literatura sobre as NTBFs, não há um consenso a respeito da definição exata da

expressão, pois alguns autores trazem definições mais restritas enquanto outros, mais amplas (STOREY & TETHER, 1998). No presente estudo, a preferência é por uma definição mais ampla do termo. Considera-se então ENBTs como EBTs que foram fundadas recentemente. São empresas independentes, novas, que são operadas em setores considerados como de tecnologia de ponta, nos quais há mais gastos de recursos em P&D e são empregados mais engenheiros e cientistas qualificados pelas empresas (STOREY & TETHER, 1998 *apud* BUTCHART, 1987). O termo *novas* também é muito discutido, porém dependente de interpretações diferentes. Sendo assim, ao tratar de novas EBTs, no presente estudo, consideram-se aquelas EBTs que ainda têm seus primeiros produtos em desenvolvimento ou em fase de lançamento, ou seja, não têm produtos estabelecidos no mercado e assim ainda não estão no estado de maturidade (*Steady-State*), definido por Kotler (2000), ou se encontram – ao levar em conta as fases de desenvolvimento das ENBTs – entre os estágios definidos por Vohora, Wright e Lockett (2004) como de pré-organização (*pre-organization*) e re-orientação (*re-orientation*).

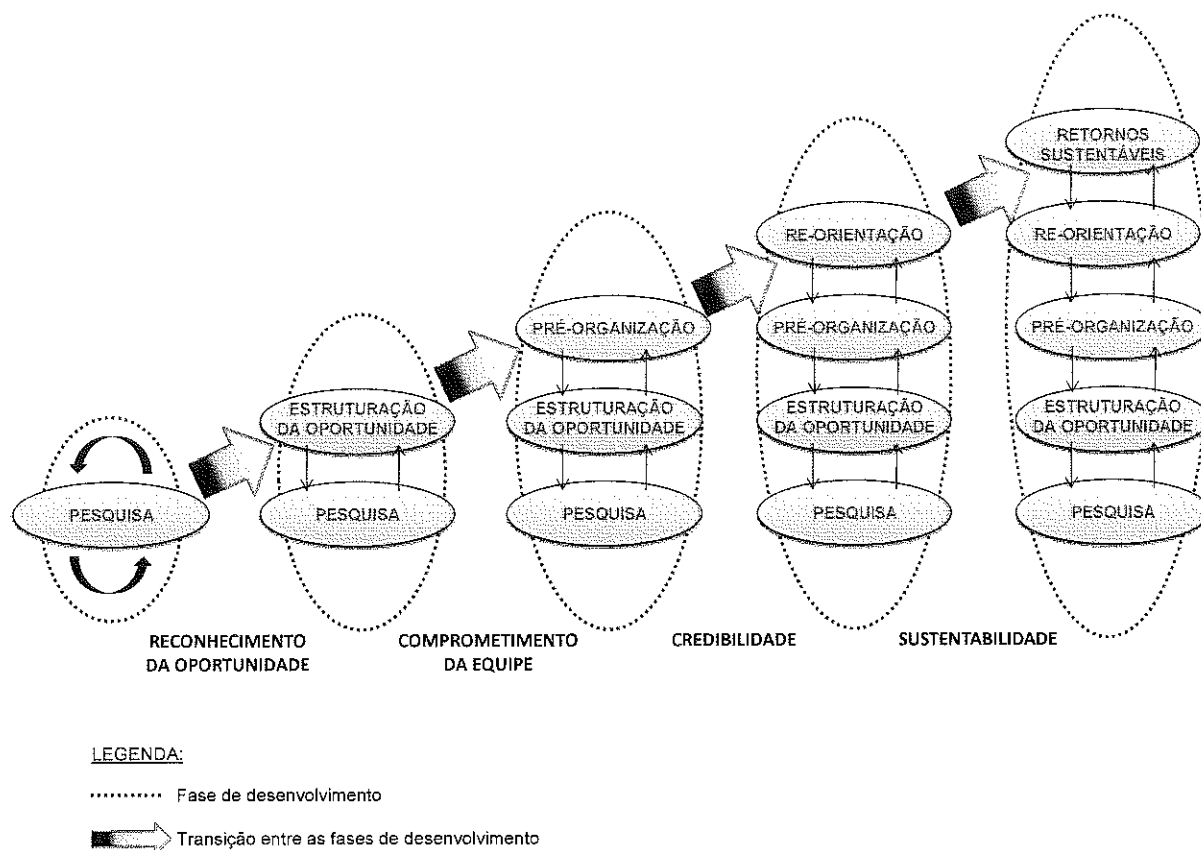
Figura 2 - Ciclo de vida dos produtos



Fonte - KOTLER, 2000, p. 326, adaptada pelo autor da dissertação.

O estágio de maturidade é aquele que vem após o estágio de crescimento e anteriormente ao estágio de declínio das vendas do produto. Já os estágios de pré-organização e de re-orientação são tomados como estágios posteriores aos estágios de pesquisa, estruturação da oportunidade e pré-organização e anteriores ao estágio de retornos sustentáveis. Nos estágios de pré-organização e re-orientação é que são tomadas difíceis decisões que impactarão profundamente nos resultados futuros da empresa (VOHORA *et al*, 2004).

Figura 3 - Fases do desenvolvimento de uma ENBT



Fonte - VOHORA *et al.*, 2004, p. 152, adaptada pelo autor da dissertação.

Para o presente estudo, entretanto, as ENBTs a serem consideradas são aquelas que podem receber investimentos de VCs. Sendo assim, considera-se uma ENBT como potencial investida caso possa ser classificada de acordo com os seguintes estágios, presentes na pesquisa realizada pelo Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (2008): *seed*; *start-up*; *early stage* (estágio inicial de financiamento de empresas que apresentam produtos ou serviços já comercializados usualmente, têm até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$ 9 milhões). Senso assim, se a EBT tiver até quatro anos de operação e não dispor de faturamento anual maior que 9 milhões, para o presente estudo, ela é considerada como uma ENBT.

Nesse contexto, na literatura referente à inovação tecnológica ainda são consideradas outras expressões que se referem às ENBTs¹, como: *Research-based Spinoffs* (ou *Spinouts* na base teórica da linha britânica), *Research-based Start-ups*, *Technology Spinoffs*, *Technology Start-ups*, *Academyc Spinoff*, dentre outras.

2.1.3 Constituição

Depois de conceituadas as ENBTs, faz-se necessário explicitar como são constituídas. Por meio de um estudo de Granstrand (1998), no qual é abordada correlação positiva entre a diversificação tecnológica e o crescimento das empresas seguido da diversificação dos negócios, a estrutura das firmas sob a perspectiva de recursos é comentada. Os recursos são considerados como os ativos de uma empresa e são divididos em: tangíveis e intangíveis (Quadro 1). Os recursos tangíveis são divididos entre capital físico e financeiro. Os intangíveis, divididos entre: direitos de propriedade intelectual, reputação e poder em termos de relacionamentos e capital humano. Para uma empresa de base tecnológica, os direitos de propriedade intelectual e a tecnologia, inserida na dimensão do capital humano, são de grande importância.

¹ Todas as nomenclaturas explicitadas são consideradas como ENBTs, mas uma ENBT talvez não possa ser representada por alguma delas.

Quadro 1 - Categoria dos recursos de uma firma

"Tangível"		"Intangível"		
Capital Físico	Capital Financeiro	Direitos de Propriedade Intelectual	Capital Relacional	Competência Humana
Recursos naturais	Capital líquido	Patentes	Empregados	Gerencial
Matérias-primas	Títulos	Base de Dados	Clientes	Tecnológica
Construções	Ações	Know-How	Fornecedores	Comercial
Maquinário	Garantias	Licenças	Concorrentes	Financeira
Bens em transformação	...	Marcas	Universidades	Legal
Estoque		Desenho Industrial	Investidores	Manual
...		Softwares	Parceiros	...
		Direitos Autorais	Sociedade	
		Concessões	...	
		...		

Fonte - GRANSTRAND, 1998, p. 477, adaptado pelo autor da dissertação.

2.1.4 Taxonomia

A literatura referente aos estudos sobre as *Spinoffs* advindas de pesquisas pode ser dividida de acordo com três dimensões que fornecem pilares para uma proposta de uma taxonomia dos estudos sobre o tema (Figura 4): (i) ligação institucional; (ii) modelo de negócios; (iii) recursos. Essa última dimensão ainda é dividida em: (i) fonte de recursos; (ii) recursos tecnológicos; (iii) recursos humanos; (iv) recursos financeiros (MUSTAR, 2006). Inserido ao tema amplo, em questão, pode-se localizá-lo dentro do tema referente à visão pela perspectiva de recursos (*resource-based view*) ou, mais especificamente, visão pela perspectiva de recursos financeiros (*financial resources*).

Figura 4 - Matriz de categorização dos estudos sobre *research-based spinoffs*

		Recursos						
		Link Institucional	Modelo de Negócio	Fontes de Recursos	Recursos Técnicos	Recursos Humanos	Recursos Financeiros	Recursos Sociais
Link Institucional		Stefferson <i>et al.</i> (2000) Autio (1997)	Pirnay <i>et al.</i> (2003) Mustar (2002)	Caraiannis <i>et al.</i> (1998)	Fontes (2001) Heirman and Clarysse (2004) Hindle and Yencken (2004)			Nicolaou and Birley (2003)
	Modelo de Negócio		Stankiewicz (1994) Scholten <i>et al.</i> (2001)	Clarysse <i>et al.</i> (2003)	Fontes (2005)	Upstill and Sumington (2002) Druihle and Garnsey (2004)		
Recursos	Fontes de Recursos						Wright <i>et al.</i> (2004)	
	Recursos Técnicos				Autio and Lumme (1998)			
	Recursos Humanos					Franklin <i>et al.</i> (2001) Radosevich (1995)		
	Recursos Financeiros							Shane and Stuart (2002) Mustar (1997)
	Recursos Sociais							

Fonte - MUSTAR *et al.*, 2006, p. 301, adaptada pelo autor da dissertação.

Ainda dentro do tema referente aos recursos financeiros como suporte às ENBTs, a perspectiva adotada como cerne do presente estudo é a perspectiva do investidor. Inerente à perspectiva do investidor, ainda há uma linha mais específica em que se pretende basear o presente estudo, dentre as principais relacionadas ao tema: a linha referente ao estudo de fatores de críticos relacionados ao investimento dos VCs. Nesse contexto, há a necessidade de realização de uma revisão primeiramente dos fatores de sucesso das ENBTs, em geral, para depois ser apresentadas análises dos critérios de seleção e fatores de sucesso relacionados aos investimentos realizados.

2.1.5 Fatores de sucesso

Sabe-se que, apesar de empreendimentos advindos de projetos inovadores terem um efeito muito positivo na economia de um país, esse tipo de empreendimento apresenta uma taxa de sucesso limitada (SONG *et al.*, 2008). De acordo com Song *et al.* (2008) foram acompanhadas, entre os anos de 1991 e 2000, 11.259 ENBTs nos Estados Unidos que eram

administradas por equipes com mais de cinco componentes com compromisso de trabalho em horário integral. Esse estudo empírico revelou que, após quatro anos, somente 36% daquelas ENBTs (4.062 empresas) se mantiveram ativas. Depois de cinco anos, a taxa caiu para 21,9% (2.471 empresas).

Como forma de explicitar o perfil dos empreendimentos de sucesso advindos de projetos inovadores, alguns estudos foram realizados a partir de pesquisas que visam à obtenção dos principais fatores presentes nesse tipo de empreendimento, que os impulsiona. O estudo apresentado tem seu objetivo geral de identificar esses fatores após uma detalhada revisão da literatura sobre o tema.

De acordo com formas padronizadas de seleção dos estudos a serem revisados, trinta e um se enquadraram dentre aqueles relevantes de acordo com o objetivo da pesquisa. Dos estudos revisados são representados aqueles fatores que foram abordados três vezes ou mais, como fatores de grande importância em um desenvolvimento de uma ENBT (Tabela 1)².

² Os estudos utilizados para a extração de cada fator são descritos em Song et al. (2008).

Tabela 1 - Fatores de sucesso no desenvolvimento de ENBTs

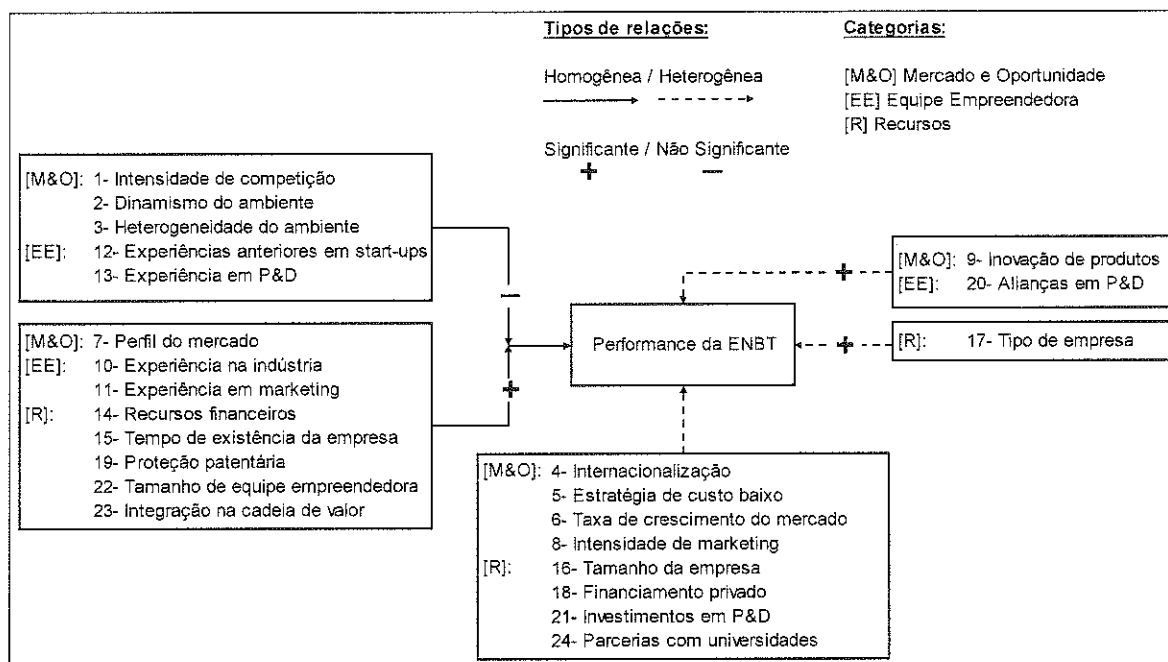
Metáforas	Definições
Mercado e Oportunidade	
1- Intensidade de competição	Nível de competitividade no nicho de mercado
2- Dinamismo do ambiente	Diversidade e complexidade percebida do ambiente externo
3- Heterogeneidade do ambiente	Ritmo de mudanças do ambiente externo
4- Internacionalização	Medida de envolvimento do negócio em atividades internacionais
5- Estratégia de custo baixo	Medida de utilização do baixo custo como vantagem competitiva
6- Taxa de crescimento do mercado	Medida de crescimento de vendas da empresa no mercado
7- Perfil do mercado	Tipos de clientes e segmentos de mercado, diferenças geográficas e quantidade de produtos
8- Intensidade de <i>marketing</i>	Nível de abordagem do <i>marketing</i> (variedade)
9- Inovação de produtos	Grau de inovação do empreendimento (variedade)
Equipe Empreendedora	
10- Experiência na indústria	Experiência da equipe no mercado
11- Experiência em <i>marketing</i>	Experiência da equipe em <i>marketing</i>
12- Experiências anteriores em <i>startups</i>	Experiências anteriores da equipe em outros <i>startups</i>
13- Experiência em P&D	Experiência da equipe em P&D
Recursos	
14- Recursos financeiros	Nível de acesso a recursos financeiros
15- Tempo de existência da empresa	Número de anos de existência da empresa
16- Tamanho da empresa	Quantidade de empregados da empresa
17- Tipo de empresa	Tipo de proprietários da empresa (Independentes ou corporativos)
18- Financiamento privado	Financiamento advindo de investidores privados
19- Proteção da tecnologia por patenteamento	Possibilidade de proteção da tecnologia pela solicitação de patente
20- Alianças em P&D	Alianças de cooperação em P&D
21- Investimentos em P&D	Intensidade de investimentos em P&D
22- Tamanho de equipe empreendedora	Quantidade de componentes da equipe empreendedora
23- Integração na cadeia de valor	Nível de integração da cadeia de valor da empresa (ex.: fornecedores, distribuidores, clientes)
24- Parcerias com universidades	Presença de parcerias com universidades durante o desenvolvimento do empreendimento

Fonte - SONG *et al.*, 2008, p. 13, adaptado pelo autor da dissertação.

Como forma de abordagem do tema desde a escolha dos fatores à análise do nível de significância e heterogeneidade de cada um, foi utilizada a metodologia de *meta-analysis*³. Dos estudos revisados (diferentes tipos e abordagens, mas sempre relativas à busca de fatores de sucesso de ENBTs) foram retiradas suas amostras e essas foram agregadas na amostra total N referente a cada fator analisado. Após a alocação das amostras (têm características diferentes de acordo com cada contexto em que foram realizados os estudos revisados) aos critérios listados, foram realizados estudos estatísticos com a finalidade da obtenção de fatores significantes e homogêneos. Fatores significantes são aqueles que comprovadamente, de acordo com as amostras utilizadas, são influenciadores do desempenho das empresas. Fatores homogêneos são aqueles que não dependem do contexto, ou seja, estão presentes como influenciadores do processo de desenvolvimento das empresas em geral (são considerados fatores universais). Já os heterogêneos são aqueles dependentes da situação ou do contexto do desenvolvimento de cada empresa. O resumo do resultado obtido pode ser visualizado de acordo com a figura 5.

³ Informações sobre a metodologia utilizada podem ser encontradas em Hunter & Schmidt (1990).

Figura 5 - Fatores de sucesso no desenvolvimento de ENBTs



Fonte - SONG *et al.*, 2008, p. 16, adaptada pelo autor da dissertação.

Foram identificados na literatura oito fatores homogêneos e significantes para o desempenho das ENBTs, estando cinco deles presentes no grupo dos Recursos. Cinco fatores foram identificados como homogêneos, porém foram classificados como não significantes. Três fatores foram identificados como heterogêneos (dependem das circunstâncias), porém tiveram níveis de significâncias aceitáveis. Já, para a classificação dos outros oito fatores, não houve conclusões plausíveis, sendo assim, necessários estudos mais aprofundados sobre eles. Um dos fatores presentes no grupo dos recursos representa recursos financeiros. Quando esse tipo de recurso é escasso, em geral, as alternativas com processos mais sistemáticos e que oferecem a possibilidade de maior capitalização por parte das EBTs é por meio do aporte de capital privado do tipo *Venture Capital (VC)* ou *Private Equity (PE)*.

2.2 Venture Capital (VC)

2.2.1 Introdução

Relander, Syrjanen & Miettinen (1994, *apud* RIBEIRO & ALMEIDA, 2005), classificam as atividades de VC em três grupos:

- (i) busca e avaliação (screening) e investimento (investing);
- (ii) acompanhamento ou agregação de valor (adding value) e monitoramento (monitoring);
- (iii) saída (exit).

Sendo assim, para o presente estudo, as três etapas do processo de investimento de *venture capitalists* consideradas são: seleção de portfólio (é considerada a seleção, sem abordar o processo de busca), gestão do portfólio e desinvestimento. Sendo assim, foram levantados estudos relacionados às três etapas desse processo de investimento, além de trabalhos sobre a definição e estrutura de atuação dos VCs.

De acordo com o levantamento bibliográfico realizado até o momento, foram identificados os principais autores (mais citados) que publicam em periódicos considerados de mais impacto na literatura internacional sobre o tema, além de estudos mais recentes e trabalhos sobre o contexto da atividade de *venture capital* do Brasil. A base teórica internacional referente ao tema *venture capital* a apresentada no presente estudo tem como base os estudos dos autores levantados que foram explicitados por meio da figura 6 (de branco estão os mais citados em *Journals* de Economia e Finanças). Devido ao fato de serem os autores mais citados dentro deste contexto, podem ser considerados como autores cujos trabalhos relacionados ao tema apresentam grande relevância na área.

Apesar de investimentos de PE, serem originalmente divididos em VC e *Buyout* (aquisições de controle em empresas nos estágios mais maduros), convencionou-se utilizar no Brasil as expressões *private equity* e *venture capital* de forma distinta para separar dois estágios da cadeia de valor e investimento dessa indústria (CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, 2008). Os investimentos do tipo VC são realizados em empresas que se encontram em estágios iniciais de seu desenvolvimento (RIBEIRO, 2005). Já o termo *private equity* é comumente utilizado como sinônimo de investimentos em empresas amadurecidas, sem que isso necessariamente implique menor envolvimento do gestor (CARVALHO, RIBEIRO & FURTADO, *apud* MEIRELLES, PIMENTA & REBELATTO, 2008). Segundo estudo realizado por meio do Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, consideram-se os seguintes estágios e modalidades de investimentos:

- (i) *Venture Capital – Seed* – Capital semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes;
- (ii) *Venture Capital – Startup* – Aporte de capital para empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios;
- (iii) *Venture Capital – Early Stage* – Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já comercializados, usualmente, com até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$9 milhões;
- (iv) *Private Equity – Expansion* – Expansão ou crescimento. Aporte de capital para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em comunicação e *marketing* e outros;
- (v) *Private Equity – Later Stage* – Neste estágio, a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa estável e positivo;
- (vi) *Private Equity – Buyout* – Aquisição de controle de empresas em estágio avançado do desenvolvimento;
- (vii) 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;
- (viii) PIPE – Aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa que apresentam baixa liquidez e nas quais a organização gestora possa atuar ativamente na gestão estratégica (i.e. monitoramento e governança corporativa).

De acordo com Landström (2007), os estudos sobre *venture capital* são referentes, ainda, a três linhas diferentes: *Institutional Venture Capital*; *Informal Venture Capital*; *Corporate Venture Capital*. Os VCs considerados como pertencentes à linha referente ao *Informal Venture Capital* são representados por investidores individuais que, em geral, ao se realizar

um investimento, não utilizam um processo sistemático de análise. Os fundos considerados como *Corporate Venture Capital* são aqueles que têm corporações como sócios, mas com estrutura semelhante aos fundos considerados como de *Institutional Venture Capital*, que são representados por instituições por meio das quais se investe dinheiro captado de terceiros, sendo que tal investimento é realizado ao se levar em conta um processo estruturado de análise e manutenção dos mesmos.

De acordo com os objetivos e com as restrições de recursos presentes no desenvolvimento do estudo, pretende-se realizá-lo ao abordar a perspectiva dos fundos considerados como de *Institutional Venture Capital* devido ao maior nível de estruturação do processo de investimento desses atores, assim como devido ao acesso a estudos e aos atores, levando-se em consideração a restrições de recursos consideradas ao se realizar o presente trabalho.

A prática de investimentos por meio de atividades de *venture capital* envolve procedimentos operacionais e práticas contratuais adaptadas a ambientes marcados pela incerteza e pela assimetria de informação entre os empreendedores e os investidores. Sendo assim, há a necessidade de os investidores utilizarem práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento das empresas investidas (SAHLMAN, 1990).

2.2.3 Relevância

Como explicitado em Song *et al.* (2008), um dos fatores imprescindíveis para o sucesso do desenvolvimento das EBTs, em geral, é atrelado à disponibilidade de recurso financeiro.

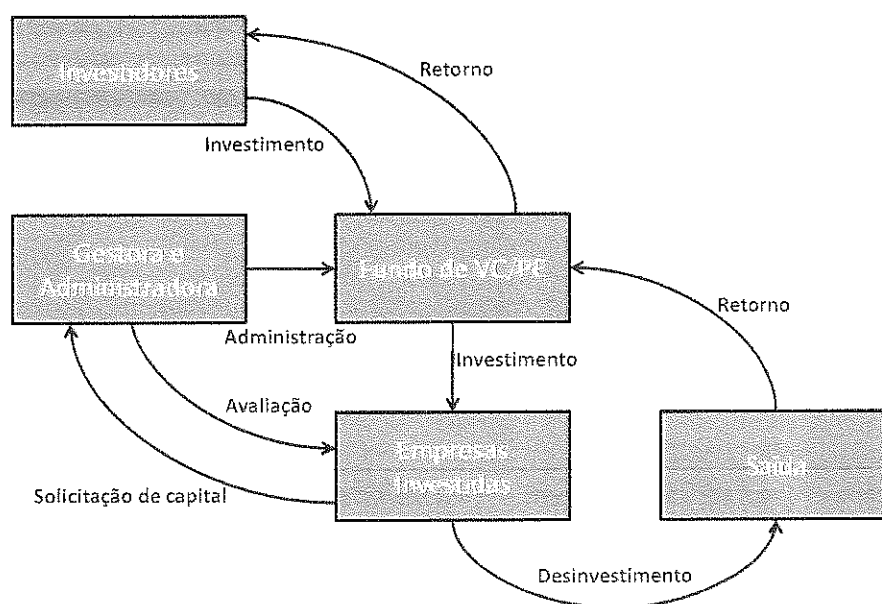
Além disso, de acordo com estudos sobre fatores impeditivos para o desenvolvimento de ENBTs a partir de pesquisas acadêmicas, escritórios de transferência de tecnologia apontam que a habilidade para obter recursos é o principal fator impeditivo para o desenvolvimento dessas empresas, ou seja, ENBTs capazes de obter recursos financeiros provenientes de um fundo de *venture capital* geralmente têm mais sucesso que as outras (WRIGHT, 2006).

Davila, Foster & Gupta, 2003, entretanto, buscaram comprovar a correlação entre a atividade de investimento de *venture capital* em várias etapas e o crescimento das empresas investidas. Foi comprovado que há crescimento, tanto antes das rodadas de investimento, quanto após o início do investimento.

2.2.4 Estrutura

A estrutura das atividades de VC/PE são baseadas principalmente na relação entre os seguintes participantes: investidores, as organizações gestoras, os veículos de investimento (fundos de VC/PE) e as empresas investidas (Figura 7).

Figura 7 - Principais participantes da atividade de VC/PE



Fonte – MEIRELLES, 2008, p. 13, adaptada pelo autor da dissertação.

Os investidores são representados por pessoas físicas ou corporações que investem recursos financeiros por meio dos veículos de investimento (geralmente, fundos de investimento). Os veículos, por sua vez, são administrados por uma companhia denominada organização gestora. Tais veículos são regulamentados, por meio de diversos tipos de estruturas legais, segundo, Ribeiro (2005):

- *Limited Partnership* – Estrutura não prevista na legislação brasileira, é caracterizada por sua flexibilidade contratual e pela tributação contabilizada ao final do prazo, conforme o resultado obtido pelo veículo;
- CVM 209 (FMIEE – Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes) – estrutura mais recente (1994) e, hoje, a mais utilizada pelos novos veículos, é caracterizada pelo seu prazo de duração de até 10 anos podendo ser prorrogado uma única vez, por mais cinco anos, mediante voto de 2/3 das cotas;
- CVM 391 e 406 (FIP – Fundos de Investimentos em Participações) – Estrutura que, hoje, está deixando de ser utilizada pelos novos veículos, devido ao fato de a estrutura do FMIEE apresentar menos restrições, dando maior liberdade para que os gestores e investidores definam suas políticas de investimento;
- *Holding* – Eram veículos muito utilizados no Brasil até 1994 e são caracterizadas pela ausência de prazo dos investimentos, deficiências relativas a tratamento fiscal e restrições à entrada de recursos estrangeiros;
- *Corporate Venture* – É resultado da alocação orçamentária de um grupo industrial;
- Outros.

As empresas investidas, após a captação do recurso, passam a conter o veículo em seu quadro societário, até que a sua participação seja vendida ou liquidada.

2.2.5 Seleção do portfólio

Em relação à avaliação de projetos por investidores representantes dos VCs, seja para a formação de um portfólio de projetos ou para o investimento em somente um projeto, investidores apresentam uma visão comum sobre o que desejam saber a respeito dos projetos e sobre quais características o projeto deve ter para que o investimento seja viável. Segundo Sahlman (1997), as informações relativas aos projetos devem conter aquilo que de fato importa para os investidores e não os tradicionais gráficos e projeções financeiras detalhadas. Ele considera, então, que, nesse contexto, a avaliação sistemática de quatro fatores

fundamentais para a viabilidade de um investimento é de grande importância: (i) informações sobre as pessoas envolvidas; (ii) informações sobre a oportunidade em si; (iii) informações sobre o contexto; (iv) informações sobre a questão risco-recompensa.

Com relação às pessoas, investidores buscam conhecer tanto o perfil da equipe, quanto o seu histórico. Aponta-se que três aspectos são abordados durante a análise da equipe de empreendedores: (i) o que eles conhecem; (ii) quem eles conhecem; (iii) até que ponto são conhecidos. Como forma de viabilizar essa análise, os empreendedores precisam ter em mente 14 questões principais (Quadro 2), que devem ser abordadas na apresentação do empreendimento e em um plano de negócio (SAHLMAN, 1997).

Quadro 2 - Questões que devem ser abordadas na apresentação de um empreendimento

<ol style="list-style-type: none"> 1- De onde vêm os fundadores? 2- Onde estudaram? 3- Onde trabalharam e para quem? 4- O que alcançaram profissional e pessoalmente no passado? 5- Qual a sua reputação entre o pessoal do ramo? 6- Que experiência relevante para o negócio eles têm? 7- Que técnicas, capacidades e competência eles têm? 8- Até que ponto são realistas a respeito das chances de sucesso da nova iniciativa e das dificuldades que terão de enfrentar? 9- Quem mais precisa estar na equipe? 10- Eles estão preparados para recrutar pessoas de alta qualidade? 11- Como reagirão nas adversidades? 12- Eles têm a disposição necessária para fazer as inevitáveis escolhas que terão de ser feitas? 13- Até que ponto estão comprometidos com esse empreendimento? 14- Quais são suas motivações?

Fonte – SAHLMAN, 1997, p. 89, adaptado pelo autor da dissertação.

Com relação à oportunidade em si, a abordagem inicial de dois pontos principais é de grande importância: (i) o mercado inteiro para o produto ou serviço do empreendimento é grande ou está crescendo rapidamente; (ii) é ou poderá ser um setor estruturalmente atraente. Geralmente os investidores buscam investir em projetos que têm o mercado potencial em rápido crescimento, pois é mais fácil obter uma fatia de uma parte nova do mercado que concorrer com concorrentes já estabelecidos e conhecidos pelos clientes. A respeito do

negócio e das oportunidades são descritas (Quadro 3) nove questões que devem ser abordadas e explicitadas na descrição do novo negócio.

Quadro 3 - Questões que devem ser abordadas na descrição de um novo negócio

- 1- Quem será o novo cliente?
- 2- Como o novo cliente toma decisões a respeito da compra desse produto ou serviço?
- 3- Até que ponto esse novo produto ou serviço estimula os clientes a comprarem ou a repetirem suas compras?
- 4- Como o produto ou serviço será precificado?
- 5- Como o empreendimento irá alcançar os segmentos de mercado identificados?
- 6- Qual é o custo (no tempo) para o empreendimento adquirir o primeiro cliente?
- 7- Qual é o custo de produzir e entregar o produto ou serviço?
- 8- Qual é o custo de atendimento ao cliente?
- 9- Qual a facilidade da obtenção de clientes?

Fonte - SAHLMAN, 1997, p. 90, adaptado pelo autor da dissertação.

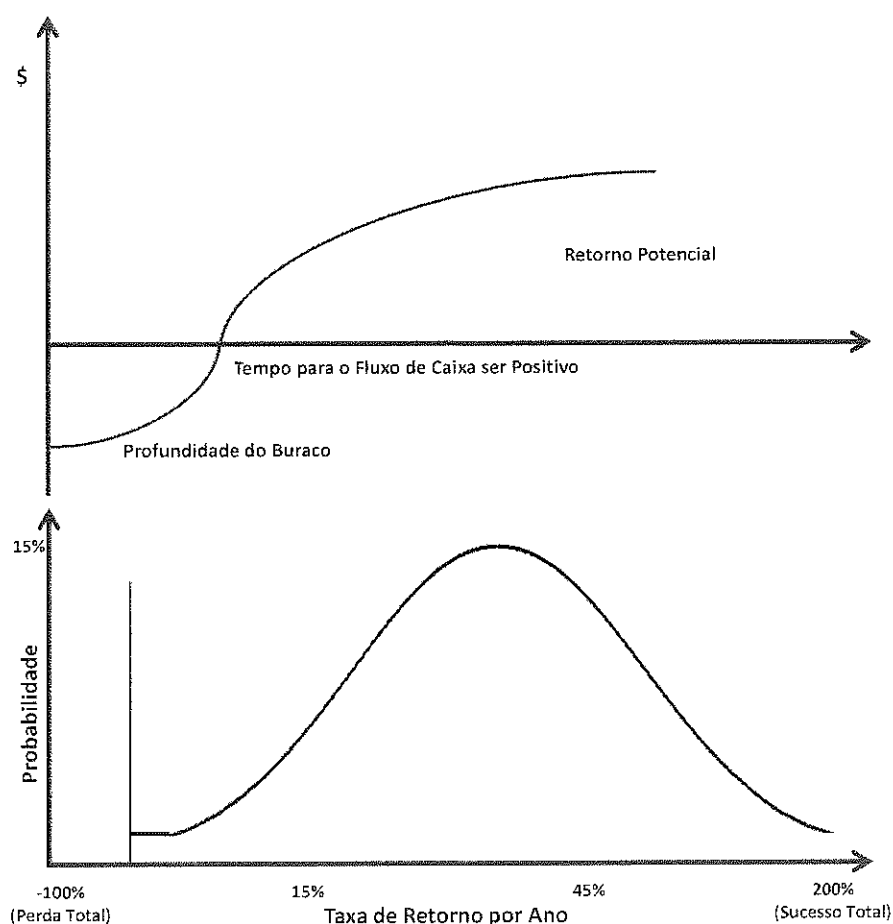
Além da abordagem do mercado em relação às oportunidades, deve ser explicitada a estratégia de obtenção desse mercado. Devem ser desdobrados possíveis custos e formas de pagamento em relação à obtenção dos bens de capital e recursos humanos necessários, além de identificados os fornecedores e o custo das matérias-primas necessárias para o início da produção.

Em relação ao contexto do negócio, questões macroeconômicas devem ser as primeiras a serem abordadas, incluindo o nível de atividade econômica, as taxas de juros e de câmbio (caso haja necessidade de importações, ou o negócio visa exportações ou a competição com produtos importados). Por outro lado, devem ser estudados, também, as regulamentações e incentivos governamentais em relação ao negócio em questão, assim também como deve ser estudado o perfil dos concorrentes já estabelecidos no mercado. A descrição de uma boa análise do contexto é de vital importância para se adquirir a confiança do investidor.

Talvez a abordagem mais delicada da apresentação de um novo negócio seja a avaliação dos riscos *versus* os retornos envolvidos na empreitada. Primeiramente é de grande importância que a representação dessas avaliações seja realista de acordo com a visão do empreendedor, pois, se distorcidas, isso pode provocar desconfiâncias por parte dos investidores. Para

representar essa abordagem de forma simples, podem ser utilizadas as informações obtidas por meio do estudo de mercado e dos gastos a serem realizados, para a representação gráfica do potencial de gastos e de faturamentos no tempo, assim como suas probabilidades (Figura 8). Por meio dessa representação o investidor pode compreender qual o tipo de risco e qual a visão do empreendedor sobre o seu negócio. É importante observar que ela, porém, não visa à explicitação real das análises financeiras detalhadas a respeito do empreendimento, pois essas ainda são muito imprecisas.

Figura 8 - Visualizando o risco e a recompensa do investimento em projeto inovador



Fonte – SAHLMAN, 1997, p. 91, adaptada pelo autor da dissertação.

Uma questão inevitável que deve ser abordada na análise de risco-retorno dos projetos são as oportunidades de saída do negócio. Ou seja, dado que os investimentos sejam concretizados, como e quando pode haver a sua realização (a partir da participação nos lucros e/ou venda da participação no negócio)? As oportunidades de saída do negócio devem ser muito bem

descritas (transformação da participação na empresa em “dinheiro”), pois o principal objetivo de um investidor privado é a obtenção de lucros.

Em relação ao detalhamento dos critérios abordados pelos VCs, pesquisas com investidores de diversos países do mundo apontam que, no momento de avaliar novos projetos inovadores para comporem as suas carteiras de investimento, alguns critérios semelhantes são utilizados. Esses critérios são empregados como uma forma de guiar a análise dos projetos e torná-la mais objetiva, possibilitando assim, a tomada de decisão mais eficaz de acordo com o objetivo principal da obtenção de lucros.

Tabela 2 - Critérios utilizados na análise de investimentos por VCs de diferentes países

Critérios Utilizados na Análise de Investimentos
Empreendedor
1- Capacidade de esforçar-se
2- Capacidade de avaliação do risco e reação a ele
3- Articulação na discussão do empreendimento
4- Familiaridade com o mercado
5- Demonstração de capacidade de liderança como experiência
6- Histórico relevante de acordo com o empreendimento
Mercado
7- Taxa de crescimento do setor de mercado
Financeiro
8- Requisição de retorno de 10 vezes sobre o investimento dentro de um prazo de 10 anos
9- Requisição de um investimento que tenha alta liquidez
Produto
10- Facilidade de proteção da tecnologia
11- Produto com alta aceitação do mercado comprovada
12- Produto cujo protótipo funcional já foi desenvolvido

Fonte - ZUTSHI *et al.*, 1999, p. 15, adaptado pelo autor da dissertação.

Esses critérios geralmente estão presentes em quatro dimensões diferentes relativas a cada projeto: (i) personalidade do empreendedor; (ii) experiência do empreendedor; (iii) mercado; (iv) finanças; (v) produto (MACMILLAN, SIEGEL & NARASIMHA, 1985; ZUTSHI *et al.*, 1999). Foi apresentado em MacMillan (1985), um estudo no qual foram explicitados, a partir de entrevistas com 14 VCs nos Estados Unidos, 27 critérios comuns de avaliação dos projetos que se dividem de acordo com essas cinco dimensões explicitadas, somada a uma sexta: equipe do projeto. Após realizar um *survey* com 100 VCs estadunidenses, a conclusão obtida é a de que 12 dos 27 critérios distribuídos entre as cinco primeiras dimensões abordadas são, em geral, os principais critérios avaliados em projetos inovadores, por investidores (Tabela 2). Como forma de reflexão sobre as dimensões encontradas, uma interessante comparação desse

tipo de investimento às apostas em corridas de cavalos ainda foi realizada: o produto representa o cavalo; o mercado representa a corrida em si; o estudo financeiro dos projetos representa a análise das probabilidades; o empreendedor representa o *jockey*. Ainda é citada a conclusão, obtida por meio do estudo, de que inevitavelmente é o empreendedor (*jockey*) que representa o principal fator que determina em qual projeto o VC investirá (em quem o apostador fará sua aposta).

A partir do crescimento do mercado de VCs e do surgimento de novos projetos baseados em inovações tecnológicas, tanto advindos de universidades quanto de outras instituições, estudos mais recentes enfatizam ainda mais a necessidade de maior objetividade na avaliação de tais projetos. Os VCs de hoje têm a necessidade de realizar análises em centenas de projetos em pouco espaço de tempo para, assim, escolher aqueles que estão mais de acordo com suas expectativas de um projeto inovador. Os métodos de suporte à decisão contribuem para o alcance dessa objetividade necessária e promovem uma maior velocidade às avaliações (ZACHARAKIS & MEYER, 2000; DE COSTER & BUTLER, 2005).

Por meio de um estudo apresentado por De Coster & Butler (2005) é explicitada uma comparação realizada entre ENBTs provenientes da universidade e ENBTs provenientes de outras instituições. A comparação é realizada a partir de um modelo de seleção de empresas baseado em critérios. Tal modelo foi desenvolvido a partir de revisões da literatura sobre o tema, tomando como base critérios qualitativos. Após seu desenvolvimento, já fora utilizado pela área de *venture capital* do banco inglês HSBC, até então, durante quatro anos, para a análise de mais de 250 negócios. São explicitados tanto os critérios presentes quanto a forma pela qual eles são utilizados na avaliação de cada projeto. Cada um dos oito critérios é avaliado segundo uma forma de pontuação preestabelecida. As notas são variadas entre 1 e 10 e, para cada faixa, há uma descrição do perfil do negócio que se encaixa nessa atribuição. Sendo assim, ao lado de cada nota relativa a cada critério há uma explicação de como se deve atribuir tal nota a um projeto qualquer.

Tais critérios são representados como:

- (i) risco tecnológico e comercial – risco apresentado pelo projeto referente ao desenvolvimento da tecnologia e à sua aplicabilidade;

- (ii) grau de inovação do produto – quão inovador é o projeto se comparado ao modo atual de resolução dos problemas para os quais tem seu enfoque;
- (iii) como o projeto satisfaz um setor do mercado – quão aceitável pelo mercado será a forma de resolução de um problema identificado e abordado pelo projeto;
- (iv) momento de mercado – como está atualmente e quais serão as previsões referentes ao mercado em geral e ao segmento do mercado no qual o projeto tem seu enfoque;
- (v) longevidade e repetitibilidade de vendas – qual a previsão de duração do ciclo de vida do produto e quão repetitivas serão as suas compras de acordo com o perfil do problema abordado e do potencial comprador;
- (vi) potencial de geração de família de produtos – a partir do desenvolvimento do produto, qual é o potencial de geração de derivativos desse produto tendo como base a mesma tecnologia;
- (vii) perfil da equipe empreendedora – até que ponto a equipe empreendedora tem um bom histórico e um bom perfil aparente de acordo com o objetivo proposto pelo projeto;
- (viii) proteção da tecnologia – até que ponto a tecnologia em desenvolvimento pode ser protegida por meio de patentes ou segredos industriais.

Como forma de ilustrar a aplicação desse modelo, um exemplo de uma avaliação de um projeto pode ser visualizado na Tabela 3. A mensuração da avaliação de um projeto é realizada de duas maneiras. Na primeira, os valores ponderados pelos pesos dos critérios são simplesmente somados e, assim, a nota final do projeto é atribuída. Dessa forma, somente é levado em conta o desempenho do projeto em geral. De acordo com a segunda forma de mensuração, é possibilitada que haja uma comparação entre os projetos pela variabilidade de desempenho segundo os critérios: o desempenho muito ruim do projeto de acordo com um critério e muito bom de acordo com outro torna o projeto em questão penalizado em relação a um outro que teve um médio desempenho nos dois. A mensuração se dá da seguinte forma: são multiplicados entre si os valores ponderados atribuídos a cada critério de cada projeto e depois o total é dividido por 15000. Dessa forma, as pontuações máximas que um projeto

pode obter são: 100 pontos de acordo com seu desempenho geral e 10000 pontos de acordo com a sua constância de desempenho segundo os critérios.

Tabela 3 - Exemplo de avaliação de um projeto inovador por critérios pré-estabelecidos

Critério	Nota	Peso do Critério	Valores Ponderados
1- Risco tecnológico e comercial	8	3	24
2- Grau de inovação do produto	9	2	18
3- Critério de Mercado: como o produto satisfaz um setor de mercado	8	1	8
4- Critério de Mercado: momento de mercado	10	1	10
5- Extensões do produto: longevidade e repetibilidade de compras	6	0,5	3
6- Extensões do produto: família de produtos	10	0,5	5
7- Empreendedor	8	1	8
8- Proteção da vantagem competitiva	1	1	1
Soma total obtida			77
Soma total possível			100
Total escalonado obtido			276
Total escalonado possível			10000

Fonte - DE COSTER & BUTLER, 2005, p. 541, adaptada pelo autor da dissertação.

O último estudo apresentado é de grande importância para o presente trabalho, pois advém de um modelo utilizado durante algum tempo em prática e que explicita não somente os critérios de avaliação, mas também a forma de avaliar cada projeto de acordo com cada critério.

2.2.6 Gestão do portfólio

A literatura sobre os indicadores de desempenho dos fundos de *venture capital* apresenta relativamente poucos estudos, devido, em partes, à dificuldade de acesso aos dados dos

fundos, os quais normalmente só são disponibilizados para seus investidores (LELEUX, 2007).

Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003) explicitam hipóteses relacionadas com a correlação de alguns indicadores de desempenho ao sucesso dos investimentos de VCs. São eles: nível de *syndication* (realização de parcerias de investimentos, atrelada à diversificação de risco e compartilhamento de informações); *contingent control rights* (como formas de que o VC possa assumir o controle da empresa em situações diversas); financiamento em etapas (como forma de se utilizar os recursos com mais eficiência); *relationship financing* (como forma de aumentar o contato do investidor com o negócio a fim de que haja uma diminuição da assimetria de informações); *composition of syndicate* (composição do grupo de investidores – investidores corporativos com objetivos homogêneos são preferidos).

Leleux (2007) analisa o desempenho dos VCs por meio de quatro abordagens e, por intermédio de cada uma delas, cita seus fatores críticos relacionados. Os fatores são divididos em três categorias: fatores controlados pelos VCs; fatores ambientais; fatores relacionados ao processo de decisão. Dentre os fatores controlados, estão: (i) *deal flow* (quantidade e qualidade de projetos submetidos à análise dos VCs); (ii) *screening* (processo de triagem dos projetos bem estruturado); (iii) *syndication*; (iv) *control mechanisms* (mecanismos de controle, contemplando os contratos); (v) *general partner experience* (experiência dos sócios e investidores); (vi) *persistence of performance* (manutenção do desempenho dos fundos da mesma gestora ao longo do tempo); (vii) *timing* (momento em que se inicia a atividade de um fundo), (viii) *investment durations* (duração dos investimentos); (ix) *reputation of fund and general partners* (reputação da equipe da gestora do fundo e de seus investidores); (x) *value added services* (atividades realizadas pela equipe da gestora que agregam valor ao desenvolvimento das empresas investidas). Dentre os fatores ambientais estão: momento do mercado para o lançamento de oferta pública; contexto das leis e dos marcos regulatórios; contexto do mercado de investimentos.

Como forma de complementar essa base teórica revisada voltada a investimentos no contexto da inovação tecnológica, alguns conceitos e técnicas da Gestão do Portfólio de Projetos de Novos Produtos (GP) aplicado em grandes empresas podem ser utilizados. A GP, segundo Cooper *et al.* (2007), abrange três objetivos principais: alinhar o portfólio à estratégia da organização, maximizar o valor do portfólio, obter o correto balanceamento do portfólio. A

abordagem da literatura tem maior enfoque em grandes corporações, mas pode ser adaptada para a gestão de um portfólio de investimentos voltados a Empresas Nascentes de Base Tecnológica no sentido de que os objetivos de um VC passam a ser representativos dos objetivos apresentados em uma estratégia organizacional de uma corporação qualquer:

- Maximização do valor do portfólio: esse objetivo traz a ideia de que as organizações, ao alocarem os recursos nos projetos que compõem o portfólio, desejam que esses recursos sejam distribuídos da melhor maneira possível a fim de obter o maior retorno possível de acordo com objetivos estratégicos. Um objetivo frequente ao se tratar de maximização do valor do portfólio é a maximização do retorno financeiro dos investimentos. Alguns outros objetivos como fortalecimento da marca, mudança da percepção da companhia no mercado ou até maximização do impacto social do portfólio (para empresas estatais, por exemplo) podem ser componentes desse objetivo principal da Gestão de Portfólio.
- Balanceamento do portfólio: ao trabalharem com esse objetivo na Gestão de Portfólio, as companhias visam o balanceamento do portfólio no sentido de que os projetos que compõem o portfólio apresentem algumas características diferentes entre si. O raciocínio dessa abordagem é que projetos com características e enfoques iguais, podem representar um maior risco para a empresa e também podem perder valor em abrangência no mercado (os produtos podem ser sobrepostos em suas comercializações). Algumas formas de tratar o balanceamento, praticadas pelas empresas, são representadas por: projetos de curta duração versus de longa duração; projetos de alto risco de desenvolvimento *versus* de baixo risco; projetos focados em diferentes nichos de mercado; desenvolvimento dos produtos a partir de diferentes tipos de tecnologias; desenvolvimento de diferentes tipos de projetos (ex.: novos produtos, aprimoramentos de produtos, reduções de custo, projetos de pesquisa, etc.).
- Alinhamento estratégico do portfólio: o foco principal ao se tratar desse *objetivo macro* da Gestão de Portfólio nas organizações é garantir que, em complemento aos outros objetivos descritos, o portfólio deve estar alinhado à estratégia da empresa e de sua unidade de negócio. Assim, os recursos a serem alocados aos projetos que farão parte do portfólio da empresa devem ser alocados àqueles que refletem a sua estratégia e a estratégia da unidade de negócio para qual o projeto é desenvolvido. Dessa forma,

todos os projetos são guiados pelo objetivo comum da companhia, que é traçado pelos seus gestores.

2.2.7 Desinvestimento do portfólio

A etapa de desinvestimento do portfólio pode ser considerada como última etapa do gerenciamento do portfólio de empresas investidas. Como forma de obter retornos financeiros, são vendidas as participações que os fundos de capital de risco têm das empresas investidas. Essa etapa, mesmo quando não é lucrativa, é fundamental para esse ramo de negócios (GOMPERS & LERNER, 1999 *apud* RIBEIRO & ALMEIDA, 2005), pois os fundos de VC, no Brasil, têm duração limitada. Há um prazo limitado entre a etapa de investimento de um fundo e a sua etapa de desinvestimento.

Segundo MacIntosh (1997, *apud* CUMMING & MACINTOSH, 2003), existem cinco tipos de saídas em investimentos de VCs:

- *Initial Public Offering (IPO)* – no qual uma significativa parte da empresa é vendida no mercado de ações;
- *Aquisition Exit (Trade-sale)* – no qual a totalidade das ações da empresa é vendida para terceiros;
- *Secondary Sale* – no qual as ações da empresa pertencentes ao VC é vendida;
- *Buyback* – no qual as ações pertencentes ao VC são recompradas pelos empreendedores;
- *Write-off* – no qual o VC liquida o investimento.

As possíveis estratégias utilizadas por VCs fazem com que essas empresas sejam caracterizadas em duas categorias distintas (RELANDER, SYRJANEN & MIETTINEN, 1994 *apud* RIBEIRO & ALMEIDA, 2005, p. 59):

- Planejadores (*path-sketchers*) — objetivam o *trade-sale*, como forma de maximizar a probabilidade de saída. Trabalham, constantemente, com foco na saída e isso influencia sobremaneira o processo de investimento e a fase de acompanhamento. A percepção de oportunidades de saída se dá ainda na fase de negociação com os empreendedores, quando os gestores de VC são capazes de, ao avaliar o plano de negócios, citar nomes de potenciais compradores que poderiam beneficiar-se da futura aquisição da empresa e/ou da tecnologia em questão.
- Oportunistas (*opportunists*) — não se preocupam tanto com a questão da saída. Acreditam que a oportunidade de saída decorrerá da boa qualidade dos profissionais e do negócio das empresas em que investem. Embora o objetivo desses VCs seja o IPO, outras saídas acabam sendo utilizadas oportunamente. Durante a análise de projetos, chegam a rascunhar alguma estratégia de saída, porém isso pouco influencia a decisão de investir.

Em um estudo de Cumming & MacIntosh (2003), foi realizada uma pesquisa em 11 países continentais da Europa, levando-se em consideração 35 fundos de *venture capital* e 223 empresas investidas. Por meio dela, identificaram-se padrões na relação entre processo referente ao estabelecimento de estratégias de saída planejadas no início do investimento, em termos de variáveis diversas, e a relação do investidor com os representantes da empresa investida, por meio de contratos, durante a gestão do negócio. Para isso, foram levantadas variáveis (Tabela 4) a respeito de: (i) tipo de estratégia de saída planejada previamente; (ii) condições de mercado e variáveis institucionais; (iii) características do investidor e da investida; (iv) características da transação. Os valores presentes no tabela representam os encontrados após a realização da pesquisa com as empresas investidas, em termos dos valores atribuídos às variáveis. Para o presente estudo, a importância da pesquisa é considerada em termos do levantamento das variáveis presentes no processo de planejamento da saída. Algumas delas foram utilizadas durante o processo de construção do roteiro de entrevistas.

Tabela 4 - Relações entre estratégias de saída e a elaboração de contratos

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Número de Vezes que Variáveis <i>Dummy</i> são iguais a 1	Número de observações
Estratégia de saída previamente							
IPO	0,112	0	0,316	0	1	25	223
Aquisição	0,202	0	0,402	0	1	45	223
Condição do mercado e							
Índice do sistema legal	20,090	20,76	2,045	15	21,91		223
Índice de direito dos acionistas							223
Índice relacionado ao crédito							223
PIB per capita	21.362,511	20.950	6.371,435	5.270	36.760		223
Origem legal Alemã	0,336	0	0,474	0	1	75	223
Origem legal Socialista	0,076	0	0,266	0	1	17	223
Origem legal Scandinava	0,049	0	0,217	0	1	11	223
Características do investidor e							
Presença de corporações ou bancos como investidores	0,350	0	0,478	0	1	78	223
Recurso levantado/gestoras	46.564.302	30.000.000	106.359.229	1.342.857	666.666.667		223
Índice valor de mercado/valor contábil	3,620	4,1067	1,303	2,277	5,2		223
Valor contábil	7.172.996	3.607.000	11.360.543	50.000	108.000.000		223
Investida em estágio inicial	0,677	1	0,469	0	1	151	223
Experiência do empreendedor	6,381	6	1,675	1	10		223
Características da transação							
Soma de direitos de veto	3,570	5	2,019	0	5		223
Soma de direitos de controle	4,511	5	2,541	0	9		223
Ações ordinárias	0,448	0	0,498	0	1	100	223
Ações preferenciais convertíveis	0,323	0	0,469	0	1	72	223
Mix de ações ordinárias com dívida e/ou preferenciais convertíveis	0,193	0	0,395	0	1	43	223
Dívida e/ou ações preferenciais convertíveis	0,036	0	0,186	0	1	8	223
Investimento prévio de VC	0,112	0	0,216	0	1	25	223

Fonte - CUMMING & JOHAN, 2008, p. 1221, adaptado pelo autor da dissertação.

3 METODOLOGIA

3.1 Introdução

Neste capítulo, é explicitada a maneira pela qual se buscou responder a questão orientadora da pesquisa atendendo, também, os objetivos explicitados, dados o referencial teórico abordado, o tipo de fontes de dados, assim como a restrição de informações recorrentes no ambiente em que eles foram coletados.

Primeiramente são explicadas as etapas de trabalho utilizadas para a realização da pesquisa, enquanto processo de pesquisa. As duas etapas da pesquisa, então, são descritas. Em cada etapa, o embasamento teórico metodológico é explicitado e analisado, assim como os métodos e ferramentas utilizados para as análises. As fontes de dados são descritas, então, ressaltando-se suas delimitações.

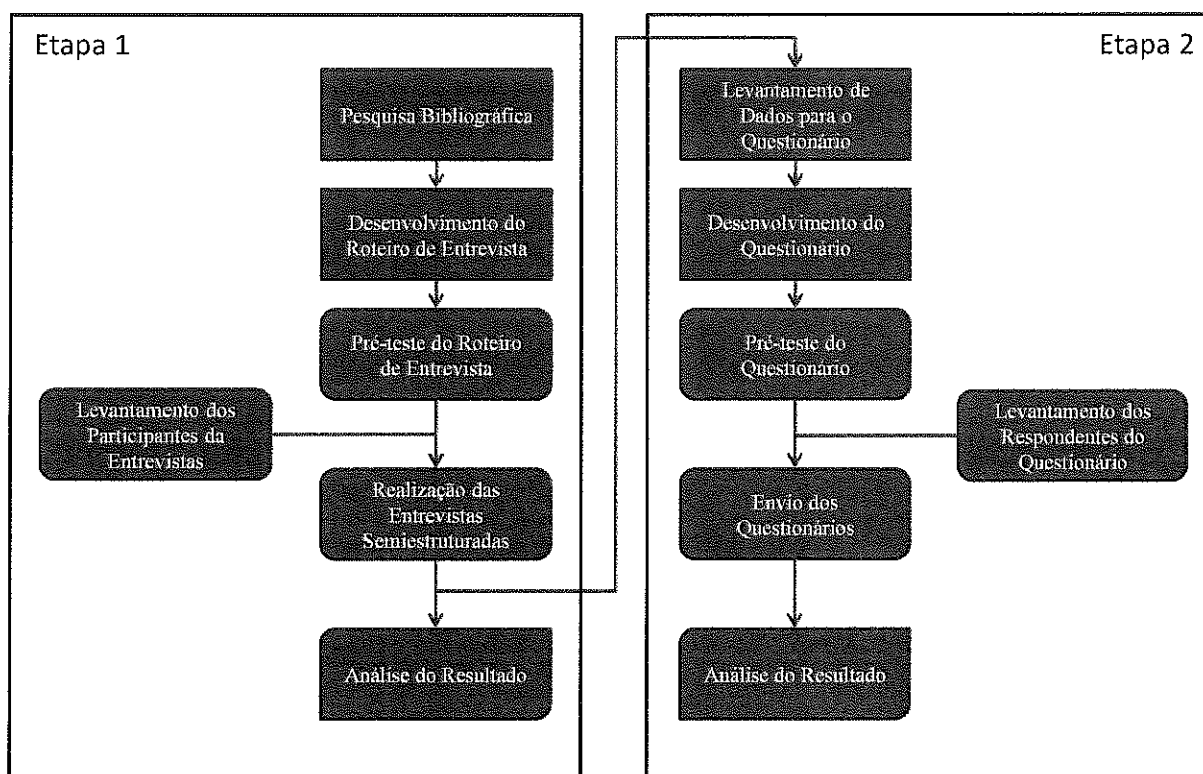
3.2 Processo de pesquisa

O processo considerado para a realização da pesquisa no presente estudo é dividido em duas etapas e em atividades de planejamento, levantamento de dados e análise de dados (Figura 9). A proposta inicial de abordagem referente à pesquisa é de cunho qualitativo, seguida de uma abordagem predominantemente quantitativa, na segunda etapa.

A primeira etapa é referenciada como uma etapa exploratória, pois o objetivo primordial da sua realização é atendido por meio de identificação e análise de dados obtidos por meio de entrevistas. Já a segunda etapa, é referenciada como etapa comparativa, pois o objetivo da sua realização é alcançado por intermédio da validação dos dados identificados na primeira etapa.

Além disso, comparações foram realizadas entre as visões dos participantes da primeira etapa sobre os resultados obtidos.

Figura 9 - Processo de realização da pesquisa



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

A forma de coleta de dados realizada na primeira etapa se deu por meio de entrevistas semiestruturadas. Elas foram realizadas após as etapas de desenvolvimento do roteiro de entrevista a partir de pesquisas bibliográficas e do pré-teste do roteiro, que foi aplicado e aprovado. A análise dos dados foi realizada a partir de dois objetivos diferentes. Inicialmente, por meio da utilização da análise de conteúdo como método de análise do resultado das entrevistas, já foi possível atender o objetivo geral do estudo. Entretanto, os resultados dessa análise, além de alcançarem tal objetivo, também são atrelados ao planejamento da pesquisa de cunho mais quantitativo-comparativo, pois foram utilizados como fonte de dados para o desenvolvimento de questionários autoadministrados.

A segunda etapa da pesquisa compreende a aplicação de questionários, fechados, que foram formulados, levando-se em consideração os resultados da realização das entrevistas semiestruturadas. Em decorrência da etapa do pré-teste foi executada e, então, os

questionários foram distribuídos. A partir da análise dos resultados, os Fatores Críticos (FC) foram validados e ponderados.

Como forma de complementação da estratégia de pesquisa de cunho qualitativo considerada inicialmente, essas pesquisas de cunho quantitativo foram realizadas por meio de aplicação de questionários fechados. Os meios pelos quais foram obtidos os dados, o roteiro de entrevista e o questionário foram desenvolvidos com base nos estudos considerados na revisão bibliográfica em questão. Estudos esses que foram desenvolvidos com objetivos diferentes dos propostos no presente trabalho, além de contemplarem uma amostra referente a uma população também diferente da população a ser considerada no presente estudo. Entretanto, a principal diferença entre as populações é advinda da diferença de região. Já a sua atividade considerada nas análises é a mesma. A diferença entre os objetos dos estudos se deve ao fato de que, no presente trabalho, a dimensão do tempo considerada é de caráter longitudinal – apesar de as análises ocorrerem em um âmbito transversal – e os estudos considerados como referência do questionário e roteiro são de caráter transversais. Segundo Cooper & Schindler (2003), é possível que benefícios de um estudo longitudinal sejam assegurados por meio de um questionamento inteligente referente a diferentes momentos no tempo. Ao se realizar estudos transversais, é levado em consideração um momento do tempo, no caso, um momento do processo de investimento em Empresas Emergentes (EEs). Já este estudo foi realizado ao se levar em consideração um espaço do tempo, no caso, todo o processo de investimento realizado pelos VCs.

3.3 Etapa exploratória

3.3.1 Entrevistas semiestruturadas

As entrevistas semiestruturadas representam um modo mais informal de conduzir as entrevistas com os participantes (BRYMAN, 1992). Dessa forma, as informações obtidas podem ser mais ricas em detalhes (COOPER & SCHINDLER, 2003) e novas informações

importantes, não previstas, podem ser captadas. Além disso, quando há dificuldade de captação direta de informações – muitas vezes, restritas, devido a contratos de confidencialidade –, há possibilidade de serem captadas de forma indireta.

As entrevistas, em geral, têm as seguintes vantagens em relação a outras formas de coletas de dados, de acordo com as seguintes oportunidades do entrevistador: flexibilidade na coleta dos dados, alta taxa de resposta, realização de análises sobre o comportamento do entrevistado, ter o ambiente da pesquisa controlado, controle sobre a ordem das questões, documentação de respostas espontâneas, controle sobre *sabotagens*, ter uma maior taxa de levantamento completo dos dados requeridos, registro da data exata da entrevista, coleta de dados com uma maior complexidade (BAILEY, 1982). Entrevistas essas, consideradas como uma forma de averiguar definições sobre situações, por parte dos entrevistados, advindas de suas experiências subjetivas (MERTON, FISKE, & KENDALL *et al.*, 1956, *apud* BAILEY, 1982). Tais condições subjetivas são tidas como aquelas dependentes da opção humana, dado o contexto das condições objetivas, representado por tudo que é dado, sem que a opção humana exerça qualquer tipo de influência (DEMO, 1995). Sendo assim, por meio da realização de entrevistas, vários casos já processados previamente pelas pessoas são levados em consideração indiretamente, o que torna a pesquisa caracterizada pela sua potencial abrangência. Por meio dela, é levada em consideração, então, uma grande quantidade de dados passados, já interpretados pelos entrevistados. Essa forma de coleta de dados, entretanto, dá suporte à pesquisa em seu caráter mais exploratório (HAIR *et al.*, 2005). Sendo assim, além de haver certa dificuldade, não se almeja que os resultados dessa etapa da pesquisa sejam generalizados de acordo com o contexto do presente estudo.

3.3.2 Análise de conteúdo

A análise de conteúdo é considerada como um conjunto de técnicas de análise das comunicações que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens (BARDIN, 1977). Pode ser aplicada segundo o tipo de código e suporte (*e.g.* escrito, oral, icônico ou outros códigos semióticos) e segundo a quantidade de pessoas (*e.g.*

uma pessoa, comunicação dual, grupo restrito, comunicação em massa) implicadas na comunicação (BARDIN, 1977). Por meio dela, pode-se medir o conteúdo semântico ou o aspecto *o que* da mensagem, sendo que sua amplitude faz dela uma ferramenta flexível e vasta que pode ser utilizada como uma metodologia ou uma técnica para um problema específico (COOPER & SCHINDLER, 2003).

Segundo Bardin (1997), as diferentes etapas da análise de conteúdo, organizadas por ordem de precedência, são representada por:

- (i) pré-análise – consiste na etapa organização e apresenta três atividades principais: a escolha dos documentos a serem submetidos à análise, a formulação de objetivos e hipóteses e a escolha de indicadores que fundamentem a interpretação final;
- (ii) exploração do material – nesta etapa, são aplicadas, sistematicamente, as decisões tomadas na etapa anterior e consiste em operações de codificação, decomposição ou enumeração, em função de regras previamente formuladas;
- (iii) tratamento dos resultados, inferência e interpretação – nesta etapa, os resultados são tratados de maneira a serem significativos ou válidos.

A abordagem da análise a ser utilizada pode ser quantitativa ou qualitativa. A quantitativa fundamenta-se na frequência de aparição de determinados elementos da mensagem, enquanto a qualitativa tem fundamentação em indicadores não frequenciais, que são susceptíveis de se permitir algumas inferências como, por exemplo, a presença ou ausência de elementos (BARDIN, 1997).

Considerou-se então que a análise dos dados por meio da abordagem qualitativa da análise de conteúdo seria a forma de análise mais adequada ao caso, por conter as técnicas de análise de dados mais convencionais, dado o tipo de coleta de dados escolhido. Dessa forma, então, os FCs relacionados aos casos analisados poderão ser extraídos e confrontados a partir do discurso dos entrevistados que também foram comparados.

3.3.3 Fontes de dados

Em relação à fonte de dados considerada, foram levantados gestores de fundos de investimento de VC da rede de contato dos apoiadores da presente pesquisa. Além deles, foram levantadas as demais gestoras de fundos registrados juntos à CVM (ANEXO A). É importante salientar que só foram abordados aqueles atores que têm ou tiveram influência direta considerável, tanto na seleção de empresas para um portfólio, quanto na administração desse portfólio de empresas investidas. Tais gestores deveriam se basear, também, em processos sistemáticos de seleção e gestão desse portfólio. Além disso, também investirem em Empresas Nascentes de Base Tecnológica (ENBTs). Gestoras que não investem em ENBTs não foram contempladas na pesquisa.

A amostragem de entrevistados para a primeira etapa da pesquisa foi realizada por meio do levantamento de potenciais entrevistados da rede de contato dos colaboradores da presente pesquisa que tiveram interesse e disponibilidade para a realização das entrevistas. Tal tipo de amostragem é considerado como uma amostragem não probabilística, por conveniência. Embora por meio de tal amostragem haja certo controle para garantir sua precisão, ainda assim pode ser um procedimento útil, no caso de uma pesquisa com cunho mais exploratório (COOPER & SCHINDLER, 2003). Somado ao fato de que a primeira etapa da pesquisa é baseada em trabalhos previamente realizados com grandes amostras e que seu objetivo se baseia em critérios subjetivos, considera-se que, mesmo sendo uma amostra não-probabilística, ela terá grande representatividade junto à população considerada: gestoras de fundos de *venture capital* do Brasil, que contem com processos sistemáticos de seleção e gestão do portfólio de investimento. É importante ressaltar que não foram consideradas gestoras que estão limitadas somente a realizar investimento em ENBTs. Todas realizam investimentos em ENBTs e em Empresas Emergentes (EEs), em geral.

Foram realizadas, então, entrevistas com 10 representantes de seis gestoras de fundos de VC. Dos representantes, um já foi diretor executivo e quatro são diretores executivos de fundos de investimento de VC, dois são analistas seniores de gestoras, um é gestor regional de um fundo, um é *controller* da gestora, e um é coordenador de atividades de governança

corporativa e relação com investidores de uma gestora. Das seis gestoras, uma delas já teve em seu portfólio quatro fundos, duas, dois fundos e cada uma das outras, um fundo somente.

Tabela 5 - Características da amostra

Cargo	Entrevistados
Diretor Executivo	5
Analista Sênior	2
Gestor Regional	1
Controller	1
Governança e RI	1
Gestora	Fundos de VC Geridos
BR Opportunities	1
Confapar	2
Fir Capital	4
Inseed Investimentos	1
Jardim Botânico Partners	2
Outra	1

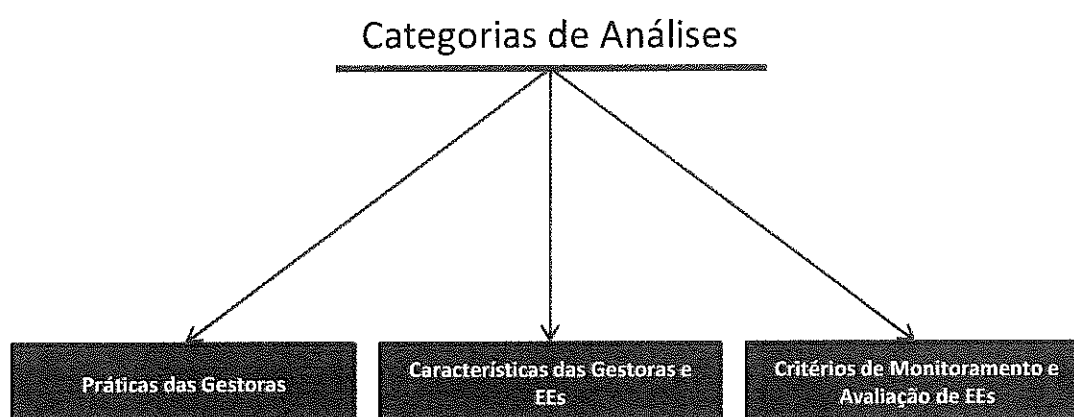
Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

3.3.4 Roteiro e condução das entrevistas

A partir da revisão teórica descrita, pode-se constatar que, por meio da maioria dos estudos da área, a dimensão tempo é abordada como transversal. Puderam ser constatadas também três categorias de análise relacionadas ao desempenho dos fundos de *venture capital*. Nos estudos pelos quais é abordado o processo de seleção de investimento dos fundos são identificados critérios utilizados para a seleção e monitoramento de projetos. Já nos estudos pelos quais é abordado o desempenho dos fundos de *venture capital*, são identificados fatores que, de certa forma, afetam o desempenho desses fundos. Tais fatores são controláveis ou não por suas gestoras. Em relação aos fatores controláveis, eles são identificados por meio de características e práticas relacionadas às gestoras, aos fundos e às empresas investidas. Há, também, critérios de avaliação das empresas investidas que são utilizados como parâmetros para tomadas de decisões da equipe dos fundos. Alguns desses critérios podem ser alterados com base na tomada de decisões e outros não. Em geral, os fatores não controláveis são relacionados a fatores diversos do ambiente externo às organizações.

Sendo assim, para o desenvolvimento, tanto do roteiro de entrevista (APÊNDICE A), quanto do questionário (resultados no APÊNDICE B), essas três categorias de análise foram levadas em consideração. Elas são relacionadas no presente estudo como Fatores Críticos (FC).

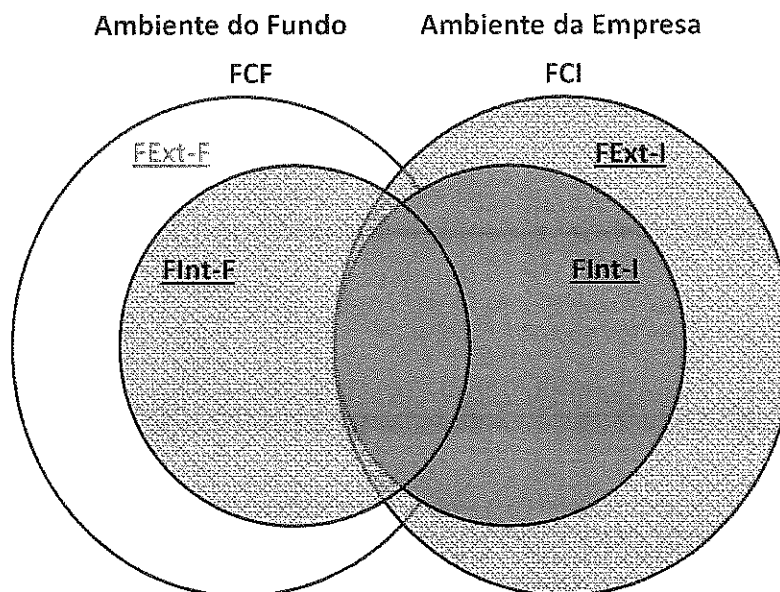
Figura 10 - Categorias de análises



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

No caso, dados os objetivos do estudo, a pesquisa foi direcionada para a extração e validação dos FCs controláveis pela gestora desses fundos, além de levar em consideração fatores do ambiente externo relacionados ao desempenho das empresas investidas. Fatores ambientais, esses, que não são controláveis, mas são monitorados no sentido de fomentar a tomada de decisões pela equipe da gestora. Além desses fatores, devido ao fato de as entrevistas semiestruturadas terem sido o meio de coleta de dados da primeira etapa da pesquisa, alguns FCs não controláveis relacionados diretamente ao desempenho de um fundo, como um todo, também foram citados. Sendo assim, como forma de fomentar a estrutura de análise utilizada, tais FCs foram classificados como: (i) Fatores Relacionados ao Ambiente Externo das Empresas Investidas (FExt-I); (ii) Fatores Relacionados ao Ambiente Interno das Empresas Investidas (FInt-I); (iii) Fatores Relacionados ao Ambiente Externo do Fundo (FExt-F); (iv) Fatores Relacionados ao Ambiente Interno do Fundo (FInt-F). Os FCs considerados na presente pesquisa, então, são os: FInt-I; FExt-I; FInt-F.

Figura 11 - Fatores ambientais



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

Como a dimensão tempo, no presente estudo, é abordada por meio de uma perspectiva longitudinal, a condução da entrevista foi dividida em etapas representadas no roteiro de entrevista (APÊNDICE A): (i) Apresentação; (ii) Processo de captação, triagem e investimento; (iii) Estruturação do fundo; (iv) Monitoramento e controle das empresas da carteira; (v) Processo de suporte a empresas da carteira; (vi) Processo de desinvestimento; (vii) Reflexões finais.

Para potencializar a eficácia de captação das informações, a divisão da entrevista em etapas claras, de acordo com os processos utilizados nos fundos, foi de extrema importância. Dessa forma, o entrevistado se sente mais à vontade para relacionar as questões ao seu trabalho na prática. Em complemento a isso, na introdução da entrevista e a cada mudança de etapa, fez-se necessária a realização de uma introdução sobre cada uma e uma abordagem inicial sobre o trabalho do entrevistado, na prática, referente àquela etapa abordada. Tais questões, na maioria das vezes, foram realizadas no sentido de fomentar a visualização das atividades pelo entrevistado em forma de processos gerenciais e detalhamento da estrutura organizacional. Dessa forma, de acordo com cada tópico levantado sobre a estrutura organizacional e sobre o processo gerencial, foram realizadas discussões mais aprofundadas sobre cada critério, característica e prática utilizados no processo de investimento, gestão e desinvestimento dos fundos.

Foram realizadas, ao todo, oito entrevistas, sendo que em uma delas havia três pessoas de cargos diferentes da mesma gestora. Das oito entrevistas seis foram presenciais e duas foram por meio de conferências. As seis entrevistas presenciais foram gravadas com autorização dos participantes das reuniões e tomou-se nota das duas entrevistas realizadas via conferência. Após a realização das entrevistas, elas foram transcritas

3.4 Etapa Comparativa

3.4.1 Questionários autoadministrados

Um questionário autoadministrado compreende um grupo de questões e que o respondente, por si só, consegue responder a elas, sem o auxílio de um entrevistador (BRYMAN, 1992). A aplicação de tais questionários, ao ser comparada com a realização de entrevistas pessoais, é mais barata e tem um maior alcance (é possível o contato com pessoas de difícil acesso). A coleta de dados é mais rápida e mais direcionada (COOPER & SCHINDLER, 2003). Desse modo, como há uma forma de limitação relacionada ao tema e não há oportunidade de o respondente fazer qualquer pergunta ao executor da pesquisa ou qualquer outro comentário a respeito da pesquisa, a análise dos dados pode ser facilitada.

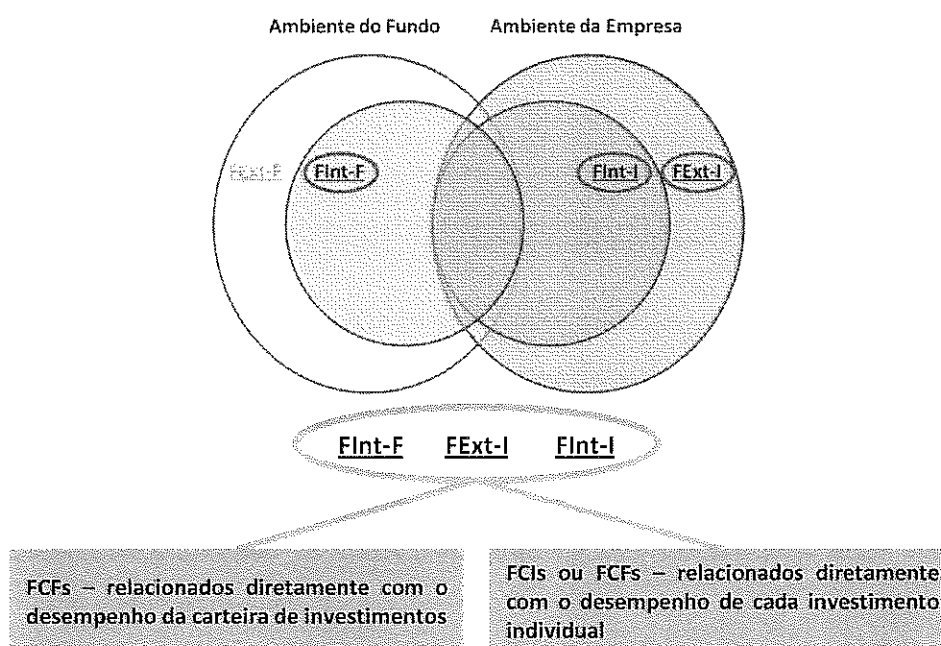
3.4.2 Questionários desenvolvidos e aplicados

Como o objetivo a ser atendido por meio da aplicação dos questionários é o de validação dos dados extraídos, tratados e analisados na etapa exploratória, os questionários aplicados foram fechados. Assim, os objetivos da sua aplicação serão atendidos de forma dinâmica. Além

disso, ainda foi possibilitada a realização de algumas comparações advindas das respostas ao questionário por partes dos representantes das gestoras.

Nos questionários (resultados no APÊNDICE B) estão presentes os FCs classificados, levantados na primeira etapa da pesquisa, referentes às fases dos processos de estruturação, investimento gestão e desinvestimento dos fundos de VC.

Figura 12 - Fatores críticos de desempenho da carteira e de cada investimento individual



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

O questionário foi dividido em duas partes: (i) fatores que interferem diretamente no desempenho de um fundo de *venture capital*, enquanto um conjunto de investimentos; (ii) fatores que interferem diretamente no desempenho de cada investimento individual de um fundo de *venture capital*. É importante ressaltar que tal divisão foi proposta para o questionário (diferentemente das outras classificações realizadas), pelo fato de as perguntas (Quadro 4) realizadas serem mais compatíveis com essa nova divisão. Apesar de alguns FCs serem classificados como FCFs, ou seja, fatores críticos relacionados ao ambiente interno do fundo podem estar diretamente relacionados ao desempenho das investidas, que, conseqüentemente, têm impacto indireto no desempenho do fundo.

Na construção do questionário foi utilizada uma escala ordinal representativa de quatro opções, mais bem explicadas por meio de perguntas, representadas no quadro 4.

Como ferramenta de suporte à aplicação dos questionários, foi utilizado o Microsoft Excel, devido ao fato de seu manejo ser simples e conhecido. Uma planilha contendo todo o questionário foi enviada para o e-mail dos potenciais respondentes. Aqueles que se dispuseram a responder o questionário as encaminharam preenchidas.

3.4.3 Fontes de dados

A amostra selecionada para a segunda etapa foi a mesma considerada na primeira etapa, pois, por meio do presente trabalho, não se pretende generalizar os resultados da análise quantitativa, mas validar o questionário e comparar seus resultados com os resultados das entrevistas.

Dos dez entrevistados, apenas quatro responderam o questionário. Apesar da baixa taxa de resposta, dado os objetivos dessa etapa da pesquisa, análises puderam, ainda, ser realizadas.

Questionário 1: Fatores correlacionados ao desempenho de um fundo de *Venture Capital*

Qual é a intensidade da correlação entre cada fator abaixo e o desempenho de um Fundo de VC?

- 0 - Não há correlação Quando há variação desse fator (enquanto prática ou característica do fundo), pode não haver variação no desempenho do fundo
- 2 - Há média correlação Quando há variação desse fator (enquanto prática ou característica do fundo), pode haver pouca variação no desempenho do fundo
- 3 - Há grande correlação Quando há variação desse fator (enquanto prática ou característica do fundo), pode haver variação considerável no desempenho do fundo
- Quando há variação desse fator (enquanto prática ou característica do fundo), pode haver grande variação no desempenho do fundo

Observação: correlação positiva ou negativa são consideradas da mesma forma

Questionário 2: Fatores correlacionados ao desempenho de um investimento individual de um fundo de *Venture Capital*

Qual é a intensidade da correlação entre cada fator abaixo e o desempenho de um Fundo de VC?

- 0 - Não há correlação Quando há variação desse fator (mensurável pela perspectiva de um fundo), pode não haver variação no desempenho do investimento individual
- 2 - Há média correlação Quando há variação desse fator (mensurável pela perspectiva de um fundo), pode haver pouca variação no desempenho do investimento individual
- 3 - Há grande correlação Quando há variação desse fator (mensurável pela perspectiva de um fundo), pode haver variação considerável no desempenho do investimento individual
- Quando há variação desse fator (mensurável pela perspectiva de um fundo), pode haver grande variação no desempenho do investimento individual

Observação: correlação positiva ou negativa são consideradas da mesma forma

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Introdução

São explicitados os resultados da presente pesquisa por meio das abordagens: (i) da caracterização da amostra da pesquisa; (ii) do processo de estruturação dos fundos de VC; (iii) do processo de investimento, gestão e desinvestimento dos fundos de VC; (iv) fatores críticos de desempenho dos fundos de VC; (v) indicadores de desempenho dos fundos de VC; (vi) particularidades do mercado brasileiro de VC. Os dados utilizados para a descrição dos processos de estruturação, investimento gestão e desinvestimento dos fundos foram extraídos, tanto das entrevistas, quanto por meio da busca por dados secundários. Já as informações utilizadas para as análises dos FCs, indicadores de desempenho e sobre as particularidades do mercado brasileiro de VC foram obtidas pela perspectiva dos entrevistados. Dos dez, representantes de cinco, das seis gestoras, requisitaram sigilo quanto às informações disponibilizadas no sentido de não atrelar a informação repassada a eles ou à gestora. Optou-se, assim, por não citar os nomes dos entrevistados no corpo do texto deste trabalho, tampouco atrelar as informações repassadas por eles às suas gestoras. Das seis gestoras, o representante de uma delas pediu sigilo quanto ao nome da gestora.

4.2 Características da amostra

4.2.1 Gestoras e os fundos de VC

Foram entrevistados representantes de seis gestoras de fundos de *venture capital* brasileiros. Das seis gestoras, cinco são apresentadas⁴ com o objetivo de contextualização do trabalho. Os dados apresentados foram obtidos por meio das entrevistas e por meio de materiais disponibilizados pelos entrevistados ou públicos. Das seis gestoras, uma delas já teve em seu portfólio quatro fundos, duas, dois fundos e cada uma das outras, um fundo somente.

- BR Opportunities⁵

A BR Opportunities, fundada em 2010, com sede em São Paulo, é uma gestora de fundos de *private equity* pelos quais se investe em empresas emergentes com o objetivo de transformá-las em líderes efetivas em seus mercados de atuação. A gestora é considerada como de *growth capital* devido ao seu setor de atuação, identificado como intermediário aos setores de *venture capital* e de *private equity*.

Como investidores-líderes do Fundo da BR Opportunities se encontram empreendedores renomados, brasileiros e estrangeiros, que buscam investir no mercado produtivo.

⁴ Uma não é apresentada por questão de sigilo, como pedido pelo entrevistado.

⁵ Informações disponíveis em: <<http://www.bropportunities.com.br>>. Acesso em: 15jun.2011.

- Confrapar⁶

A Confrapar é uma gestora de recursos e consultoria em M&A, com escritórios em São Paulo, Belo Horizonte e Rio de Janeiro.

É gestora do fundo HorizonTI, que tem 40 milhões de reais de patrimônio e prazo médio de sete anos de operação. Como primeiro fundo do Programa Inovar Semente, da FINEP, é um fundo de capital semente, que conta com investidores como: FAPEMIG, BDMG e mais 20 investidores privados. Por meio dele investe-se em ENBTs ou em projetos geralmente da área de tecnologia da informação.

O fundo NascentTI, também gerido pela Confrapar, é um fundo de 35 milhões de reais de patrimônio e prazo médio de sete anos. Por meio dele investe-se em empresas inovadoras do estado do Rio de Janeiro das áreas de: mídia, telecomunicações, entretenimento, energia, petróleo e gás, saúde, educação, internet e outros. As empresas investidas devem ter faturamento anual de até 2,4 milhões de reais no ano anterior ao investimento.

- FIR Capital⁷

A Fir Capital foi fundada em 1999 e, hoje, tem como sócia, dentre outros, a Draper Fisher Jurvetson (DFJ), um dos maiores gestores de fundos de *venture capital* do mundo. Hoje tem escritórios em Belo Horizonte e em São Paulo.

Como principais atividades da gestora podem ser citadas: a busca de projetos e empresas inovadoras e se oferecem recursos financeiros, aconselhamento estratégico, apoio na gestão, assistência na contratação de executivos-chave e experiência nas áreas comercial, *marketing*, inovação, controladoria, exportação, internacionalização e parcerias estratégicas.

⁶ Informações disponíveis em: <<http://www.confrapar.com.br>>. Acesso em: 15jun.2011.

⁷ Informações disponíveis em: <<http://www.fircapital.com>>. Acesso em: 15jun.2011.

A FIR Capital é gestora de quatro fundos de *venture capital* brasileiros. São eles: Fundotec I, Fundotec II, Fundo Santa Catarina, DFJ FIR Brazil.

O Fundotec I foi constituído em junho de 2001, sob Instrução CVM 209 (instrução da Comissão de Valores Mobiliários), para investir em empresas nascentes e emergentes de base tecnológica, com prazo de duração de dez anos. Além da FIR, seus investidores são: BID, SEBRAE e Sumitomo Corporation, dentre outros investidores privados. Seu período de investimento foi encerrado em junho de 2005.

O Fundotec II foi o de investimento em empresas inovadoras constituído em setembro de 2007, sob a Instrução CVM 209, com capital comprometido de R\$ 77,4 milhões. Por meio dele, investe-se em negócios inovadores em todo o território nacional. Seus investimentos são mais voltados para empresas de Minas Gerais e Pernambuco, com receita bruta anual até R\$100 milhões. Seus investidores, além da FIR Capital, são: BB Banco de Investimento (Banco de Investimento do Banco do Brasil), C.E.S.A.R., FINEP, FUNCEF, PETROS e PREVI, além de outros investidores privados.

O Fundo Santa Catarina é um fundo de investimento em empresas inovadoras, com sede em Itajaí, no estado de Santa Catarina, com capital comprometido de aproximadamente R\$15 milhões. Por meio dele, busca-se investir em empresas de Santa Catarina, no setor de tecnologia da informação e comunicação, com foco nas cidades de Joinville, Blumenau, Jaraguá do Sul, São José, Brusque e São Francisco do Sul. Além da FIR, o fundo tem investidores como: FINEP e outros investidores privados.

O DFJ FIR Brazil é um fundo de investimento em empresas inovadoras, com capital comprometido de aproximadamente R\$300 milhões. Seu foco de atuação é nacional. Além da FIR Capital e do DFJ, o fundo tem principalmente investidores internacionais.

- INSEED Investimentos⁸

A INSEED Investimentos é uma gestora de recursos de terceiros com sede em Belo Horizonte. Por meio da Inseed, concentram-se esforços e investimentos em empresas nascentes, com perfil inovador e elevado potencial de crescimento. Atualmente, a Inseed é gestora, juntamente com a Antera Gestão de Recursos, do Fundo Criatec, com R\$ 100 milhões de capital comprometido. Seu papel no consórcio do Fundo Criatec é a coordenação da estrutura regional para prospecção de oportunidades, processo de investimento e gestão das empresas investidas. Por meio do Criatec, investe-se até R\$ 1,5 milhão em empresas nascentes. Ele é considerado como um fundo de capital semente.

- Jardim Botânico Partners Investimentos⁹

Fundada em maio de 2003, a Jardim Botânico Investimentos (JBI) é uma gestora de recursos independente, focada no investimento em companhias de capital aberto e *private equity*. É gestora de dois fundos de *venture capital*: Fundo Novarum e JBVC I.

O Fundo Novarum, primeiro fundo de capital semente do Brasil, com sede em Belo Horizonte, teve suas operações iniciadas em junho de 2004. As participações do fundo nas empresas são minoritárias e os investimentos médios são da ordem de R\$ 1 milhão por projeto.

Por meio do JBVC I, fundo de *venture capital* com sede em São Paulo, investe-se em empresas com faturamento de 15 a 150 milhões de reais. O investimento máximo é de 15 milhões de reais e o mínimo, de 5 milhões de reais. As participações do fundo nas empresas são minoritárias, entre 20% e 49% do capital.

⁸ Informações disponíveis em: <<http://www.inseedinvest.com>>. Acesso em: 15jun.2011.

⁹ Informações disponíveis em: <www.jbinvest.com.br>. Acesso em: 15jun.2011

4.2.2 Gestores participantes da pesquisa

Foram entrevistados dez diferentes representantes das seis gestoras descritas. Tais entrevistados têm poder de tomada de decisões tanto sobre a realização ou não dos investimentos, quanto sobre a estrutura de gestão do fundo. Dos dez, um já foi diretor executivo e quatro são diretores executivos de fundos de investimento de *venture capital*, dois são analistas seniores de gestoras, um é gestor regional de um fundo, um é *controller* da gestora, e um é coordenador de atividades do núcleo de governança corporativa e relação com investidores de uma gestora. O fato de terem sido abordados cinco diretores executivos pode representar um fator positivo para a pesquisa, pois geralmente têm boa experiência no mercado e são as pessoas responsáveis pela gestão do fundo, como um todo. Eles podem ter, então, uma visão global a respeito de todos os processos do fundo. Outro ponto positivo é referente à presença de representantes de mais quatro cargos dessas gestoras, pois cada um deles pode contribuir com informações advindas das suas visões a respeito da parte do processo da qual participam. Considerando uma pesquisa com cunho exploratório, isso é importante.

4.3 Processo de investimento, gestão e desinvestimento dos fundos de VC

4.3.1 Introdução

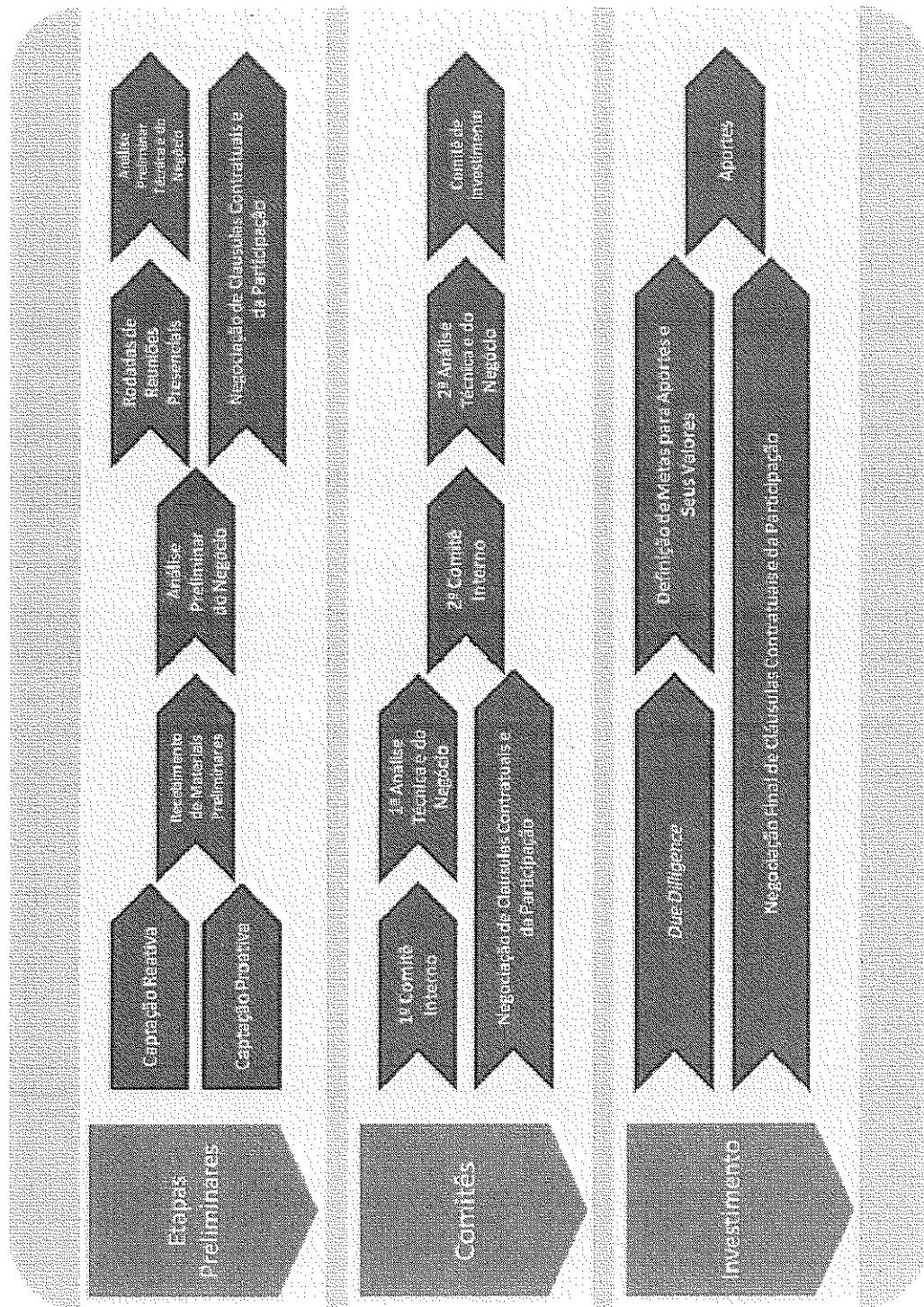
O processo de investimento, gestão e desinvestimento dos fundos de VC apresentado no presente estudo tem como base informações obtidas por meio das entrevistas realizadas, que foram direcionadas com base no roteiro de entrevista (APÊNDICE A). Para a construção do roteiro, entretanto, a base teórica sobre o tema foi levada em consideração. A apresentação desse processo tem objetivo complementar ao relacionado à identificação dos FCs. Para se realizar a descrição e análise dos FCs, em alguns casos, utilizou-se alguma etapa desse

processo como forma de contextualizá-las. Para se construir a estrutura de tal processo, então, foram levadas em consideração as informações disponibilizadas pelos representantes de todas as gestoras e tentou-se construí-lo da forma mais detalhada possível, com objetivo de dar suporte a essas análises. Além disso, como também não há objetivo de se realizar comparações entre os processos utilizados por cada uma das gestoras, no caso de algumas, então, etapas presentes nesse processo podem não existir. Tal objetivo não é considerado, também, pois foi pedido sigilo por representantes de cinco das seis gestoras quanto à disponibilização de dados atrelados a eles ou a suas gestoras.

4.3.2 Processo de investimento

O processo de captação, seleção e realização dos investimentos (Figura 13) pode ser dividido nas seguintes grandes etapas: (i) Etapas Preliminares; (ii) Comitês; (iii) Investimento. Em cada uma dessas etapas, a qualquer momento, pode-se abortar o processo de investimento de algum projeto em análise.

Figura 1.3 - Processo de investimento dos fundos de *venture capital*



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

As primeiras fases das etapas preliminares são representadas pelas fases de captação reativa e captação proativa de oportunidades. Segundo os representantes das gestoras, ao mesmo tempo em que recebem projetos periodicamente (no caso de participante da E2, uma média aproximada de um projeto por dia), eles buscam proativamente novas oportunidades de investimento. Participantes das reuniões 1, 2, 4, 6 e 8, ressaltaram que a maioria dos projetos apoiados por meio de seus fundos foram captados de forma proativa. Em geral, segundo eles, há uma alta taxa de recusa de projetos captados reativamente. Nessa etapa, podem ser captadas oportunidades de investimento em empresas já consolidadas ou, pelo menos, já formalizadas. Podem ser captados, também, projetos, somente. Para o presente detalhamento, consideram-se *projetos*, como projetos de expansão de empresas ou referentes ao *start-up*.

Sendo assim, materiais referentes ao detalhamento inicial de cada projeto são recebidos. Em alguns casos, há algum tipo de processo de cadastramento dos projetos via *site* do fundo. São respondidas algumas perguntas sobre: a tecnologia, o produto e o negócio, considerando seus estágios de desenvolvimentos, a equipe empreendedora e o nível comprometimento de seus representantes com o negócio, o mercado, perspectivas futuras do negócio dentre outras.

São analisados, então, os materiais enviados. Quando há grandes divergências entre a expectativa por parte da equipe do fundo quanto às características de um potencial projeto a ser investido e as características do projeto em análise, ele não é mais considerado na próxima fase. São realizadas, então, rodadas de reunião presenciais, com objetivos de a equipe do fundo aprimorar seu conhecimento a respeito do projeto, além de haver possibilidades, também, de seus representantes contribuírem com o planejamento do mesmo. Essa contribuição é importante para que seja levado ao 1º Comitê interno um plano de negócio com maior qualidade. Após essa etapa, são realizadas, também, análises técnicas preliminares a respeito da tecnologia, produto e processo produtivo, se houver necessidade. A partir desse momento, já podem ter início negociações referentes ao *valuation* do projeto e sobre a porcentagem de participação do fundo na empresa, além de se iniciarem as conversas sobre a forma de uma potencial intervenção do fundo no negócio na etapa de pós-investimento.

O 1º Comitê Interno, então, é realizado. Geralmente composto por analistas do fundo, ele representa outra etapa de seleção, importante, por meio da qual serão realizadas críticas e contribuições relacionadas ao projeto. Uma vez aprovado, são realizadas análises técnicas mais aprofundadas a respeito da tecnologia, produto e processo produtivo do projeto. Por

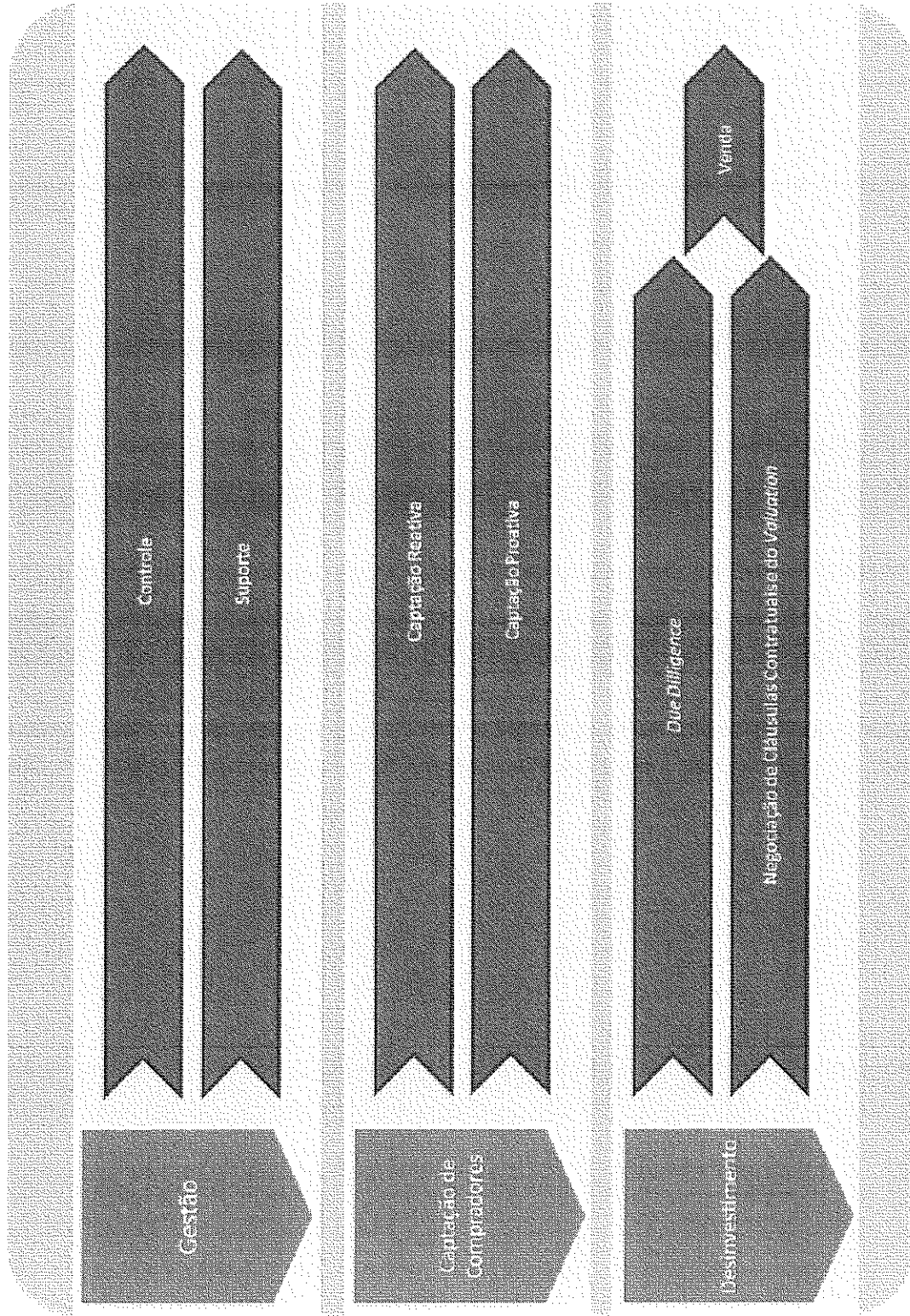
meio do 2º Comitê Interno tem-se o objetivo de avaliar se o projeto deve ser levado ao Comitê de Investimento e de contribuir novamente com o seu desenvolvimento. Esse comitê já é composto por diretores da gestora e do fundo, além de analistas. Por meio do Comitê de Investimentos, representado pelos investidores do fundo, há um parecer final sobre o investimento ou não no projeto, dadas as cláusulas contratuais, *valuation* e participação do fundo, previamente negociados.

Inserida na etapa de investimentos, encontra-se a fase de *Due Dilligence*, por meio da qual, pareceres sobre a situação do negócio são realizados sob os aspectos jurídico, contábil, tecnológico e ambiental dentre outros. Tais pareceres são realizados por empresas especializadas, com a finalidade principal de averiguar se há problemas referentes à situação do negócio nesses aspectos. São definidas então, as *tranches* (metas a serem atingidas para que sejam realizados novos aportes), tão importantes segundo a visão de participantes das entrevistas 1, 2, 4, 5, 6, 7, e 8. São definidas metas, de acordo com o plano de negócio desenvolvido, durante o tempo para o aporte financeiro. A cada meta atingida, uma parcela do investimento total é aportada como forma de controle do andamento do negócio por parte da equipe do fundo e de motivação da equipe empreendedora em cumprir com o planejamento e proteção do fundo. Dependendo dos contratos assinados, há opção de parar o processo de investimento caso tais metas não sejam atingidas. Segundo participante da entrevista 7 (E7), é uma boa forma de controle que, às vezes, deve ser “flexibilizada dependendo do motivo do não cumprimento do planejamento”, mas segundo participante da E3, essa forma de controle, “dependendo de como é usada, pode ser uma forma irresponsável de se gerir o negócio”.

4.3.1 Processo de gestão e desinvestimento

O processo de gestão e desinvestimento dos fundos pode ser dividido nas seguintes grandes etapas: (i) Gestão; (ii) Captação de Compradores; (iii) Desinvestimento. As etapas de Gestão e Captação de Compradores podem acontecer simultaneamente.

“A partir do momento em que investimos em uma empresa, ela já está à venda”. (E7)

Figura 14 - Processo de gestão e desinvestimento dos fundos de *venture capital*

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

Durante o processo de gestão da carteira de investimentos, como apresentado em Clercq e Manigart (2007), são realizadas atividades classificadas como de controle e suporte¹⁰. Como atividades de controle, encontram-se aquelas referentes ao monitoramento das atividades da empresa por parte da equipe do fundo e ao controle por meio de proposição de ações advindas da análise das informações coletadas em relação aos acordos realizados entre as duas instituições. As atividades de controle são relacionadas a uma forma de se fazer cumprir aquilo que foi combinado por meio da elaboração de contratos ou ao se utilizar de boas práticas de transparência e ética em meio à relação entre investidores e empresas investidas. Por meio das atividades de suporte, entretanto, é dado auxílio ao desenvolvimento das empresas de acordo com o planejamento traçado. Suporte este representado por atividades relacionadas à manutenção e atualização do planejamento, suporte à estruturação da empresa e suporte à operacionalização de atividades. Segundo participante da E1, quando se investe em uma empresa, pode ser necessário implantar métodos e ferramentas gerenciais como forma de suporte à sua estruturação. Além disso, segundo ele, a indicação de empresas de assessoria para as empresas investidas pode ser necessária.

“Em um cenário ótimo, as assessorias jurídicas, contábeis e as ferramentas de gestão e *report* de todas as empresas da carteira, seriam as mesmas”. (E1)

A fase de captação reativa é relacionada à captação de compradores a partir de uma abordagem por parte deles à negociação. Em geral, segundo participante da E8, quando a empresa tem um bom desempenho e utiliza boas práticas na sua gestão, ela é procurada pelo mercado. A forma de captação proativa, entretanto, se refere a uma busca por parte da equipe do fundo e da empresa, por investidores. Ela pode ser realizada por meio da busca autônoma ou com auxílio de um banco de investimentos ou uma empresa de M&A (*Mergers and Acquisitions*).

Durante o processo de desinvestimento, em geral, os potenciais compradores também solicitam que a empresa passe pelo processo de *due dilligence*. Além disso, negociam seu *valuation* e, em alguns casos, a porcentagem de participação quando o fundo não deseja vender a totalidade das cotas ou ações. Durante esse processo, alguns termos podem ser

¹⁰ Como atividades de suporte são consideradas atividades que acarretam em *value added* à carteira de investimento de um fundo, segundo o estudo considerado.

assinados como um *Non-Disclosure Agreement* (NDA), ou um *Memorandum of Understanding* (MOU), que são traduzidos como termo de confidencialidade ou memorando de entendimento. Por meio do primeiro, o compromisso em não divulgar certas informações a respeito do negócio é formalizado e pelo segundo, acordos entre as partes são formalizados. Então, a partir daí, é realizada a venda da empresa.

4.4 Fatores críticos de desempenho dos fundos de VC

4.4.1 Introdução

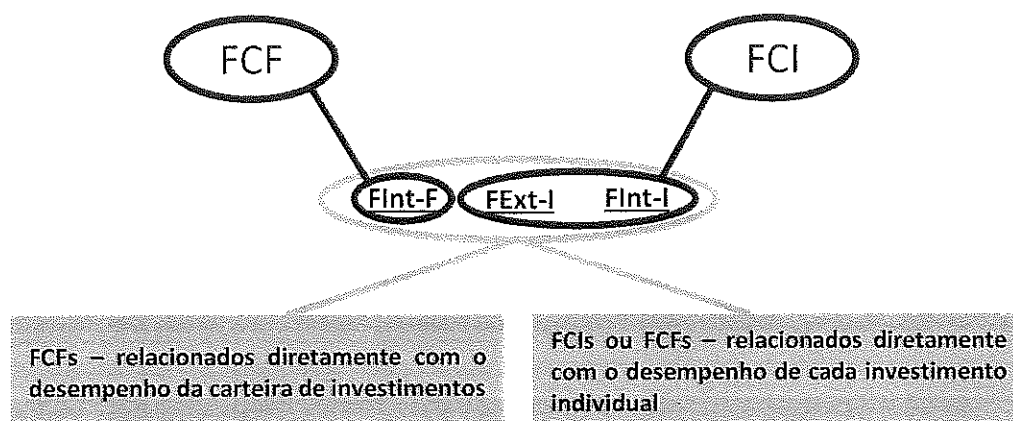
Após a realização e transcrição das entrevistas, foi possível identificar critérios utilizados para a seleção e monitoramento de projetos, características dos fundos e práticas relacionadas ao trabalho das gestoras, que podem afetar o desempenho dos fundos. Essas três categorias de análise puderam ser classificadas como Fatores Críticos de Desempenho dos Fundos de VC, como descritos na metodologia desta pesquisa. FCs estes, que foram divididos em: (i) Fatores Relacionados ao Ambiente Externo das Empresas Investidas (FExt-I); (ii) Fator Relacionado ao Ambiente Interno das Empresas Investidas (FInt-I); (iii) Fatores Relacionados ao Ambiente Externo do Fundo (FExt-F); (iv) Fatores Relacionados ao Ambiente Interno do Fundo (FInt-F). Apesar de que, por meio das entrevistas buscou-se extrair somente os FExt-I, FInt-I e FInt-F. De forma mais simples, pode-se tratá-los como Fatores Críticos Relacionados ao Fundo (FCFs), os FInt-F, e Fatores Críticos Relacionados às Empresas Investidas (FCIs), os FExt-I e os FInt-I.

Sabe-se que, quando há alguma alteração no ambiente interno de um fundo, conseqüentemente, isso pode acarretar alguma interferência no desempenho de uma empresa investida. Quando há alguma alteração no ambiente interno de uma empresa investida, isso pode acarretar em alguma interferência no seu desempenho e, conseqüentemente, no desempenho do fundo. Da mesma forma, as variações de ambos os fatores ambientais podem acarretar alguma interferência do desempenho tanto do fundo, quanto de uma empresa

investida. Além disso, pode-se inferir que os fatores ambientais, em alguns casos, tenham algum grau de correlação entre eles.

A partir das entrevistas, entretanto, observou-se que para a melhor compreensão dos FCs, essa divisão deles em FCFs e FCIs, por meio de uma simplificação, fez-se necessária. É importante ressaltar que, por meio dessa classificação, não há a pretensão de se rotular de forma autoritária cada um dos FCs extraídos das entrevistas, mas ela é uma forma de suporte às análises referentes aos FCs extraídos, no sentido de realizá-las de forma mais objetiva.

Figura 15 - Fatores críticos do fundo e fatores críticos de um investimento individual



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

A seguir os FCs são explicitados e cada um deles é relacionado com a entrevista por meio da qual foi extraído.

4.4.2 Fatores críticos relacionados a cada investimento individual

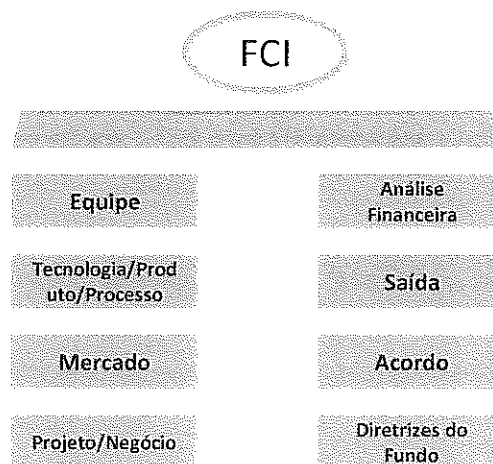
4.4.2.1 Introdução

Os FCIs, ou fatores críticos relacionados ao desempenho das empresas investidas, são frequentemente encontrados na base teórica sobre *Venture Capital* (LELEUX, 2007). Dessa

forma, observou-se que os *Venture Capitalists* (VCs) entrevistados estavam bem familiarizados com o tema, tendo, assim, facilidade em explicitar o que esperam de uma empresa para que possam decidir por incluí-la na carteira de investimento de seus fundos e sobre o que esperam do seu processo de desenvolvimento, uma vez que venham contribuir com ele. Além disso, foi observado que não há restrição por parte dos investidores em explicitar práticas do seu processo de decisão de investimento e critérios que avaliam nas empresas a serem investidas. Foi observado que, por exemplo, cinco das seis gestoras divulgam essas práticas e critérios de forma mais aberta. Pode-se inferir que é um modo de divulgação indireta de parâmetros relacionados aos processos de triagem dentre outros objetivos. Divulgação esta, por meio da qual se pode potencializar a eficiência desse processo, pois, antes de as oportunidades de investimento serem apresentadas à equipe do fundo, o empreendedor pode ter acesso a alguns critérios que são levados em consideração nesse processo, tendo, assim, uma ideia do melhor momento de apresentar o seu projeto ou de como deve melhorá-lo.

A partir das entrevistas foi extraída uma série de fatores, que puderam ser divididos de acordo com a seguinte classificação: Equipe (Histórico, Conhecimento, Habilidades, Contexto), Tecnologia/Produto/Processo Produtivo, Mercado (Consumidor, Concorrência, Regulação, Economia), Projeto/Negócio (Situação do Negócio), Análise Financeira, Saída, Acordo, Diretrizes do Fundo.

Figura 16 - Classificação dos fatores críticos relacionados a cada investimento individual



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

Em seguida, cada um desses FCIs é explicitado e, pela perspectiva dos entrevistados, explicados.

4.4.2.2 *Equipe*

Na etapa exploratória da pesquisa, a equipe (Tabela 6) representa o maior conjunto de FCs citados. Além disso, ela foi tomada por todos como o principal fator (enquanto um conjunto de fatores) avaliado pelos representantes de um fundo ao selecionarem os investimentos. Os fatores críticos presentes nesse conjunto ainda foram divididos em: (i) histórico; (ii) conhecimento; (iii) habilidades; (iv) contexto.

- Histórico

O histórico da equipe é de grande importância para a avaliação dos investidores, pois, dessa forma, pode-se avaliar o potencial da equipe por meio de dados concretos, o que contribui para a diminuição da subjetividade da avaliação do projeto. Tal fator foi subdividido nos seguintes FCs pela perspectiva dos entrevistados: (i) grau de experiência em gerenciamento de negócios; (ii) grau de reputação; (iii) tamanho e qualidade da rede de contato comercial; (iv) tamanho e qualidade da rede de contato profissional; (v) grau de comprometimento e dedicação ao negócio; (vi) grau de comprometimento com as normas estabelecidas para o negócio.

Tabela 6 - FCIs – Equipe

Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento		Explicação Detalhada	Entrevistas								Soma		
			1	2	3	4	5	6	7	8			
Equipe	Histórico	Grau de experiência em gerenciamento de negócios										1	
		Grau de reputação											2
	Conhecimento	Tamanho e qualidade da rede de contato comercial											2
		Tamanho e qualidade da rede de contato profissional											2
		Grau de comprometimento e dedicação ao negócio											2
		Grau de comprometimento com as normas estabelecidas para o negócio											1
		Grau de conhecimento da tecnologia											2
		Grau de conhecimento do produto											2
	Habilidades	Capacidade de prospecção e utilização de contatos	Grau de conhecimento do mercado										2
			Grau de conhecimento do negócio										
Capacidade de planejamento		Capacidade de prospecção de contatos comerciais											1
		Capacidade de prospecção de contatos profissionais											2
		Capacidade de utilização de contatos comerciais											1
		Capacidade de utilização de contatos profissionais											2
Capacidade de execução		Capacidade de análise e projeção de cenários (avaliação de riscos)											2
		Capacidade de identificar oportunidades competitivas com a competência da equipe											2
	Capacidade de tomada de decisão com enfoque no longo prazo											2	
	Capacidade de execução do planejamento											2	
Contexto	Capacidade de gerenciamento	Capacidade de lidar com dificuldades										1	
		Capacidade de gerenciar pessoas											1
	Capacidade de adaptação (reação positiva a mudanças)	Capacidade de gerenciar processos											1
		Capacidade transformadora (proposição positiva de mudanças)											5
Contexto	Capacidade de adaptação (reação positiva a mudanças)	Capacidade de adaptação (reação positiva a mudanças)										3	
		Grau de multidisciplinaridade											2
	Grau de liderança	Grau de liderança											1
		Grau de definição hierárquica											1
Contexto	Grau de alinhamento de objetivos com os fundos	Grau de alinhamento de objetivos com os fundos										4	

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

O grau de experiência em gerenciamento de negócios pode representar conhecimento adquirido sobre a gestão de negócios, mas também pode ser um indicador de sucesso ou fracasso de negócios já realizados. Já o grau de reputação representa como a equipe é enxergada pelo mercado. Ambos os FCs pode ser indicadores de comportamento da equipe no futuro, com base no seu passado. O FC representante do tamanho e qualidade da rede de contato comercial representa um fator que poderá exercer influência direta nas vendas, tão importantes no início de um novo negócio. O tamanho e qualidade da rede de contato profissional, por sua vez, representam o potencial, por parte da equipe, em agregar mais competências ao negócio durante o seu desenvolvimento.

O grau de comprometimento e dedicação ao negócio, por sua vez, representa o quanto os empreendedores já se comprometeram com a empreitada. São indicadores desse comprometimento, de acordo com a visão dos entrevistados, o tempo dedicado e a quantia já investida, principalmente. O grau de comprometimento com as normas estabelecidas para o negócio pode ser um indicador do comportamento futuro da equipe, dadas as regras após a entrada do fundo no negócio.

- Conhecimento

O conhecimento da equipe é tomado pelos avaliadores dos potenciais investimentos do fundo como um fator de grande impacto no desenvolvimento do negócio. Tal fator foi subdividido nos seguintes FCs, pela perspectiva dos entrevistados: (i) grau de conhecimento da tecnologia; (ii) grau de conhecimento do produto; (iii) grau de conhecimento do mercado; (iv) grau de conhecimento do negócio. O grau de conhecimento da equipe sobre a tecnologia e sobre o projeto é fundamental para que o negócio seja viável e seja escalável, pois, principalmente ao se levar em consideração projetos inovadores de base tecnológica, há certo gargalo relacionado ao aumento da escala de produção, mantendo-se a qualidade do produto final. Em relação ao grau de conhecimento do negócio e do mercado, apesar de a equipe do fundo ter como responsabilidade direta o auxílio da equipe da empresa no desenvolvimento do negócio, é desejável que a equipe já tenha competência nesse aspecto.

- Habilidades

Além do histórico da equipe e do conhecimento, várias habilidades podem ser avaliadas pela equipe dos fundos por meio dos contatos frequentes entre seus representantes durante o processo de seleção e negociação. São elas: (i) capacidade de prospecção e utilização de contatos; (ii) capacidade de planejamento; (iii) capacidade de execução; (iv) capacidade de gerenciamento; (v) capacidade transformadora (proposição positiva de mudanças); (vi) capacidade de adaptação (reação positiva a mudanças). A capacidade de prospecção e de utilização de contatos se refere à capacidade de aumento da rede de contatos e de utilização dela com objetivos comerciais ou de agregação de competências à equipe durante o desenvolvimento do negócio.

“Como o empreendedor vendeu o sonho para o fundo, ele deve fazer a mesma coisa para convencer pessoas boas a trabalharem com ele.” (E1)

A capacidade de planejamento, entretanto, é relacionada com a capacidade identificação de oportunidades e riscos de acordo com as competências da equipe (ambiente interno), além da projeção de cenários advindos de potenciais decisões a serem tomadas.

“Quando acontece algo de errado, ou houve erro no planejamento, ou na execução”. (E1)

Segundo representante da entrevista (E1), por meio de ambos os erros de planejamento e de execução, os resultados das empresas investidas são afetados diretamente. Sendo assim, a qualidade da execução do que foi planejado é levada em consideração nessa análise.

A capacidade de gerenciamento de pessoas e processos, pela equipe, também é levada em consideração. Isso se dá devido ao fato de que, dentre outros motivos, em alguns casos, a equipe empreendedora tem um perfil extremamente voltado para a técnica e pode apresentar alguma deficiência relacionada à capacidade gerencial. Alguns projetos são submetidos aos fundos por equipes de pesquisadores, por exemplo. Equipes estas, podem apresentar deficiência nesse aspecto, por exemplo.

As capacidades transformadoras e de adaptação são referentes à capacidade de proposição positiva de transformação e à capacidade de reação positiva a transformações respectivamente. Elas foram bem muito citadas nas entrevistas, com cinco e três citações. Esses tipos de habilidades, além de muito citados, foram muito enfatizados pelos

entrevistados. Eles são relacionados com a capacidade de superação de obstáculos por parte da equipe. Nesse tipo de projeto – relacionado a *start-ups*, ENBTS ou a EEs diversas – como geralmente não há extenso histórico relacionado ao desenvolvimento dessas empresas, pode ser frequente que o planejamento não seja feito da forma adequada ou que haja problemas ambientais diversos que afetem seus desempenhos. Sendo assim, pode haver a necessidade de mudanças frequentes proativamente proporcionadas pela equipe durante o desenvolvimento do negócio para que, por meio delas, o desempenho da empresa seja potencializado.

- Contexto

O contexto da equipe se refere a como ela se encontra no momento da análise da empresa, em relação a: (i) grau de multidisciplinaridade; (ii) grau de liderança; (iii) grau de definição hierárquica; (iv) grau de alinhamento de objetivos com os fundos.

O grau de multidisciplinaridade representa como se encontram distribuídas as competências da equipe de acordo com as competências necessárias para o tipo de negócio em questão. Por meio da experiência dos analistas dos fundos, há como se realizar essa análise com facilidade. Os graus de liderança e definição hierárquica podem ser indicadores de potenciais problemas referentes ao relacionamento da equipe ou ao fluxo de informações e de tomada de decisões nas empresas.

4.4.2.3 *Tecnologia, produto e processo produtivo*

Tecnologia, produto e processo produtivo podem ser considerados como gargalos de projetos principalmente relacionados ao desenvolvimento de ENBTs. Apesar de uma tecnologia ter sido desenvolvida, não há relação direta entre o sucesso do seu desenvolvimento e de que ela será aplicável, de acordo com as demandas do mercado. Além disso, quando se obtém sucesso no desenvolvimento de um produto a partir do desenvolvimento de uma tecnologia, há ainda

que se trabalhar para que a produção desse produto em escala seja viável e seja realizada com a qualidade e produtividade requeridas.

Tecnologia, produto e processo produtivo representam um conjunto de FCs dividido da seguinte forma: (i) grau de inovação; (ii) estágio de desenvolvimento; (iii) potencial de escalabilidade da produção (risco associado); (iv) grau de eficácia da proteção intelectual; (v) tempo para proteção intelectual; (vi) grau de viabilidade e tempo para atendimento às normas; (vii) potencial de internacionalização das vendas; (viii) longevidade do produto no mercado; (ix) grau de atendimento à demanda dos potenciais consumidores.

- Grau de inovação

Ambos os graus de inovação em tecnologia e em produto foram extraídos de quatro das oito entrevistas. A eles é dada muita importância pelos entrevistados. Eles representam o grau de diferenciação entre a tecnologia e o produto desenvolvido em relação aos já conhecidos pelo mercado. Essa diferenciação é considerada como um atrativo, pois, por meio dela, é dada uma nova solução como forma de resolução de um problema relacionado a uma demanda de mercado. Resolução essa que pode representar uma forma mais eficiente ou até mais interessante de abordar um problema de mercado.

O grau de inovação em negócio, por sua vez, representa uma nova forma de resolver uma demanda de mercado sem que haja uma diferenciação relacionada à tecnologia ou ao produto. Um novo modelo de negócio relacionado à implementação de um novo modelo de cobrança e entrega, por exemplo, é considerado como uma inovação em negócio. Esse tipo de inovação, entretanto, só foi extraído de uma entrevista. Sabe-se que, para a etapa de seleção de empresas a serem investidas, há VCs que consideram a inovação em negócio como maléfica para o início de um novo negócio.

Tabela 7 - FCIs – Tecnologia, produto e processo produtivo

Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual - Tecnologia/Produto/Processo Produtivo	Explicação Detalhada								Soma	
	1	2	3	4	5	6	7	8		
Tecnologia/Produto/Processo Produtivo	Grau de inovação									4
	Grau de inovação em tecnologia									4
	Grau de inovação em produto									1
	Grau de inovação em negócio									4
	Estágio de desenvolvimento									3
	Potencial de escalabilidade da produção (risco associado)									2
	Grau de eficácia da proteção intelectual									2
	Tempo para proteção intelectual									2
	Grau de viabilidade para atendimento às leis									2
	Tempo para atendimento às leis									2
Grau de viabilidade e tempo para atendimento às normas	Grau de viabilidade para obtenção de certificações									2
	Tempo para obtenção de certificações									2
Potencial de internacionalização das vendas										4
Longevidade do produto no mercado										1
Grau de atendimento à demanda dos potenciais consumidores										1

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

- Estágio de desenvolvimento

Os estágios de desenvolvimento da tecnologia, do produto e do mercado podem representar um indicador de risco do investimento. Como já explicitado, há um gargalo relacionado com o desenvolvimento da tecnologia, do produto e do processo produtivo. Estágio este que, quanto mais insipiente em um projeto, maior o risco do seu desenvolvimento. A avaliação do estágio de desenvolvimento foi extraída de quatro, das cinco entrevistas.

- Potencial de escalabilidade da produção

Foi observado que, de certa forma, o potencial de escalabilidade está relacionado ao estágio de desenvolvimento do projeto e também é um indicador do risco do negócio. Em geral, para avaliá-lo, analistas solicitam uma apresentação técnica por parte dos empreendedores, mas também consultam especialistas técnicos no assunto.

- Grau de eficácia da proteção intelectual

É crucial que haja maneiras viáveis de se proteger o negócio no seu início. A proteção intelectual representa uma das perspectivas de se fazer isso. Em uma ENBT, por exemplo, que ainda pode não ter tanta abrangência no mercado, caso um concorrente possa copiar facilmente o seu produto ou seu processo produtivo, o negócio pode deixar de ser promissor. De Coster & Butler (2005) classificam a proteção intelectual como uma forma de proteção da vantagem competitiva do negócio e, além da proteção por meio de pedidos de patente, sugerem que há outros tipos de proteção. O segredo industrial, o registro de marca ou de *software*, representam outras formas.

- Tempo para proteção intelectual

Em complementação ao grau de eficácia da proteção intelectual, há de se ter uma forma de se prever quanto tempo a equipe do projeto levará para obter o tipo de proteção almejado. Isso é necessário para que se possa fazer uma reflexão sobre qual é o melhor momento de se investir em um projeto.

- Grau de viabilidade e tempo para atendimento às normas

Além da viabilidade e tempo em se proteger uma tecnologia, produto ou até um negócio, são levadas em consideração a viabilidade e tempo para atendimento às leis e para a obtenção de certificações requeridas pelas agências regulatórias. Há mercados, por meio dos quais se comercializam produtos que impactam diretamente a saúde humana, por exemplo, que são mais regulamentados que outros. Para produzir produtos alimentícios ou farmacêuticos, por exemplo, deve-se solicitar uma certificação da Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa)¹¹, que, no Brasil, realiza um trabalho semelhante ao realizado na *Foods and Drugs Administration* (FDA)¹² nos Estados Unidos.

- Potencial de internacionalização das vendas

O potencial de internacionalização das vendas dos produtos também foi bastante ressaltado nas entrevistas. Caso o projeto seja voltado desde o início para o mercado internacional, o potencial das vendas aumenta consideravelmente, pois o mercado considerado é muito maior que o brasileiro ou de uma região do Brasil. Além disso, as características do público alvo

¹¹ A finalidade institucional da Agência é promover a proteção da saúde da população por intermédio do controle sanitário da produção e da comercialização de produtos e serviços submetidos à vigilância sanitária, inclusive dos ambientes, dos processos, dos insumos e das tecnologias a eles relacionados. Mais informações em: <www.anvisa.gov.br>. Acesso em: 15 jun. 2011.

¹² A FDA é responsável por proteger a saúde pública assegurando a eficiência e segurança de produtos farmacêuticos, veterinários, equipamentos médico e alimentos. Mais informações em: <www.fda.gov>. Acesso em: 15 jun. 2011

também são alteradas, o que demanda alterações conceituais ou não, do produto em desenvolvimento. Segundo os entrevistados, iniciar um negócio com foco no mercado internacional é essencial. Em geral, os entrevistados trataram do tema como uma crítica à cultura brasileira, como na entrevista 7 (E7).

“Temos uma cultura voltada ao atendimento do mercado interno. Se o Facebook fosse desenvolvido no Brasil, talvez nunca tivesse esse sucesso.” (E7)

- Longevidade do produto no mercado

Quando na E2 foi citada a longevidade do produto no mercado, o entrevistado ressaltou a importância de se avaliar o quão rápido o produto poderia ser substituído por outro concorrente ou simplesmente se o quão rápido poderia se tornar obsoleto no mercado, ou por meio do avanço tecnológico, ou por meio da mudança no perfil dos potenciais clientes.

- Grau de atendimento à demanda dos potenciais consumidores

O grau de atendimento da demanda dos potenciais consumidores é referente a quão alinhado o produto está com as reais necessidades dos consumidores. Demandas estas que podem ser atendidas de várias formas diferentes.

“Problemas sempre há, mas o mundo nunca deixou de funcionar, não é mesmo?” (E3)

4.4.2.4 Mercado

O mercado relacionado às empresas investidas, ou a potenciais investidas, também representa um conjunto de fatores muito avaliado pelos tomadores de decisões da indústria de *venture capital*. Ele é aqui representado por meio de fatores relacionados a: (i) consumidor; (ii) concorrência; (iii) regulação; (iv) economia.

▪ Consumidor

Por meio do estudo do mercado consumidor, o conceito do produto é testado, além de ele poder ser desenvolvido com customizações de acordo com a característica dos consumidores de cada nicho de mercado a ser atendido. O FC grau de amadurecimento do mercado, identificado por meio da entrevista 3, se refere a quão o mercado está “preparado para aceitar” o produto, a tecnologia ou, até mesmo, o modelo de negócio desenvolvido.

“Há projetos que estão à frente do seu tempo. Há projetos, entretanto, que devem ser readequados para atender ao mercado.” (E3)

Foi citada na entrevista, por exemplo, o produto Google Wave¹³, que foi considerado como um produto com a tecnologia altamente avançada, mas que é de difícil utilização pelos usuários.

A demanda de mercado, por sua vez, há de ser bem definida, pois, por meio dela, estratégias relacionadas à comercialização são definidas. Participante da entrevista 3 faz uma brincadeira advinda da identificação correta da demanda de mercado para balizar a estratégia de comercialização.

“Um homem que tinha uma geladeira no pólo norte teve a oportunidade de vendê-la para um esquimó. O esquimó falou que não precisava gelar nada, então o homem sugeriu que o esquimó virasse a geladeira ao contrário.” (E3)

Por outro lado, o participante da entrevista 4 explicitou que há necessidade de se saber mais detalhes sobre quem são e onde estão ou potenciais consumidores, pois pode haver questões relacionadas a dificuldades de comercialização para alguns potenciais clientes. Para se comercializar algo para uma empresa muito grande e “burocratizada” há uma série de fatores que impactam esse processo, por exemplo, segundo ele.

O tamanho atual e projetado do mercado é levado em consideração para se realizar uma projeção do potencial de vendas do negócio, ou seja, até quanto a empresa poderá crescer comercializando nesse mercado. Essa projeção representa um importante balizador para a

¹³ Produto pode ser acessado em: <www.wave.google.com>. Acesso em: 15 jun. 2011.

análise financeira do negócio. A curva de crescimento, por sua vez, pode representar um indicador da taxa de entrada de novos consumidores no mercado. Consumidores estes, que podem não ter tido, ainda, a oportunidade de comprar um produto concorrente ou substituto, por exemplo.

- Concorrência

Segundo participantes das entrevistas 1 e 2, o grau da força da concorrência representa o quão difícil é entrar no mercado, devido à dificuldade de competir com um concorrente já estabelecido. Dificuldade esta referente à competição em qualidade, preço, marca, *marketing* ou relacionada a estratégias de entrada, por exemplo. Um concorrente pode exercer pressão de várias formas sobre um novo *player*, como, por exemplo, mudando suas políticas de preço para que esse *player* “não aguente” por muito tempo.

- Regulação

Ambos os graus de definição e complexidade dos marcos regulatórios, podem interferir no desenvolvimento de um novo negócio, segundo os participantes das entrevistas 1 e 6. Há algumas leis que, para que se possa atendê-las pode ser necessário grande investimento de tempo por parte dos empresários. Por outro lado, há mercados que ainda não são muito bem regulamentados, como o da tecnologia da informação e o da nanotecnologia, no Brasil. A falta de regulamentação, por um lado, pode ser um fator positivo, pois o trabalho para se desenvolver e comercializar um produto pode ser menos complicado. Entretanto, pode haver mais desconfiança por parte dos potenciais consumidores relacionada à qualidade e segurança do produto.

- Economia

A situação atual e a projeção da situação da economia, relacionada ao mercado vislumbrado pelos empreendedores, pode ser um indicador de um fator crítico de desenvolvimento do negócio. Sendo assim, faz-se necessário realizar uma reflexão sobre as tendências do mercado. Sobre o grau de vantagem competitiva, ele foi relacionado a características do ambiente interno brasileiro que possam ser favoráveis ao desenvolvimento e comercialização do produto, tanto no Brasil, quanto no mercado internacional. Esse FC foi explicado na E3, por meio do exemplo do agronegócio. Segundo o colaborador, o ambiente interno brasileiro é favorável ao desenvolvimento do agronegócio. Pode-se inferir que, dentre vários fatores, há competência e estrutura interna para o seu desenvolvimento, além de o clima e o solo serem favoráveis em determinados casos.

4.4.2.5 Projeto e negócio

A situação do projeto e do negócio é considerada na análise dos VCs ao selecionarem as empresas nas quais irão investir. Muitos deles nem fizeram referência a alguns dos FCs relacionados ao projeto e negócio, talvez, pelo fato de os considerarem como óbvios. Sendo assim, devem ser necessariamente adequados para que ocorra o investimento como, por exemplo, a situação do negócio em termos legais. Segundo participante da E1, para se realizar um investimento por meio de um fundo, a potencial empresa investida não deve ter qualquer irregularidade. Nesse caso, ou não é aportado o recurso, ou deve-se trabalhar para que a empresa seja regularizada. Por meio da análise da situação financeira das empresas, segundo participantes das entrevistas 1 e 7, o negócio pode ser até inviabilizado, além de essa situação ser levada em consideração ao se fazer o *valuation* da empresa.

A situação da empresa em termos organizacionais foi ressaltada pelos participantes das entrevistas 1 e 5 como extremamente importante para se agilizar o processo de crescimento da empresa a partir dos aportes financeiros. Pois, quanto mais organizados estiverem os processos gerenciais, menos trabalho a equipe de intervenção do fundo terá em estruturá-los.

Tabela 9 - FCIs – Projeto e negócio

<u>Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual - Projeto/Negócio</u>	Explicação Detalhada								Soma	
	Entrevistas									
	1	2	3	4	5	6	7	8		
Projeto/Negócio	Situação do negócio em termos legais									1
	Situação do negócio em termos financeiros									2
	Situação do negócio em termos organizacionais (processos gerenciais)									2
	Estágio de desenvolvimento									4
	Tamanho da empresa									3
	Qualidade do modelo de negócio									4
	Qualidade do plano comercial									1
	Qualidade do planejamento da evolução do negócio									2
	Potencial de crescimento projetado									4
	Tempo para adequação inicial (estruturação, início de vendas, aumento de escala de produção ou aumento de escala de vendas, dependendo da característica do fundo)									3

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

O estágio de desenvolvimento do negócio, por sua vez, foi ressaltado em quatro, das oito entrevistas. Tal estágio de desenvolvimento foi considerado como uma forma subjetiva de indicar o grau de desenvolvimento da empresa, enquanto uma organização. Além de o estágio e o tamanho da empresa terem sido levados em consideração como FCs, eles estão diretamente relacionados com o alinhamento estratégico de alguns fundos, que só podem investir em empresas com determinado grau de desenvolvimento organizacional e cuja receita está inserida em determinada faixa requerida.

A partir da experiência dos VCs e conhecimento por parte deles a respeito do mercado abordado pela empresa, há como realizarem uma análise sobre a qualidade do modelo de negócio apresentado, do plano comercial e do planejamento da evolução do negócio ao longo do tempo. Além do planejamento, por si só, está também embutida, nessa avaliação, a análise relacionada à coerência e à ambição do empreendedor por meio do planejamento do negócio. Da mesma forma que o excesso de otimismo para com os resultados do negócio é penalizado, o excesso de conservadorismo pode ser um indicador de falta de ambição por parte do empreendedor. Essa questão é diretamente relacionada com a projeção a respeito do potencial de crescimento do negócio. Projeção esta, que representa um FC extraído de quatro entrevistas: E1, E4, E6 e E8.

O tempo para adequação inicial projetado para o negócio foi relacionado pelos participantes das entrevistas 1, 3 e 5 de forma complementar entre eles, como tempo para: estruturação, início de vendas e aumento de escala de produção ou aumento de escala de vendas, dependendo da característica do fundo. A “estruturação” representa a estruturação inicial do negócio no seu *start-up* ou para se adequar aos requisitos do fundo. Dependendo do estágio da empresa e dos objetivos do fundo relacionados ao investimento, há a necessidade de se realizar trabalho voltado ao aumento de escala de produção, quando a produção ainda é em pequena escala, ou aumentar a escala de vendas, quando há restrições relacionadas a isso.

4.4.2.6 *Análise financeira*

A análise financeira é tomada como um suporte à decisão pela realização dos investimentos, mas por meio das entrevistas 1, 2, e 6 foi falado que a variação dessas análise não é fortemente correlacionada com a tomada de decisões de investir ou não em empresas em estágios iniciais. Isso se dá, a não ser que seja feita uma avaliação extremamente pessimista ou que seja encontrado algum gargalo referente aos custos e ao preço de venda do produto. Quando são analisadas ENBTs, sem histórico de vendas, por exemplo, esse tipo de análise é muito subjetiva. A análise financeira engloba os FCs: (i) potencial de retorno sobre o investimento projetado; (ii) grau do risco do investimento projetado; (iii) tempo projetado para a necessidade de próximo aporte; (iv) valor projetado do próximo aporte.

O potencial de retorno e o risco, projetados, são avaliados desde o estudo da seleção dos projetos. O potencial de retorno, obviamente requerido por todos os fundos de VC, não foi muito enfatizado nas entrevistas. Uma hipótese sobre isso se refere ao fato de que esse FC deve estar obrigatoriamente presente na análise, por isso, ele pode não ter despertado a atenção de participantes das outras quatro entrevistas. Já o risco, segundo o participante da E4, é difícil de ser mensurado, mas é necessário. Ele deve ser traduzido, por meio de números, nas análises financeiras.

O valor da necessidade de um novo aporte e o tempo projetado para isso, segundo participantes da E1 e E6, deve ser monitorados, tanto na etapa de seleção, quando durante a gestão do fundo, pois, por meio da análise desses FCs, a equipe de analistas do fundo pode estimar uma potencial necessidade de um novo aporte. Além disso, ela poderia estimar em quanto o fundo poderia ser diluído, caso se opte pela captação de mais investimentos de outras fontes.

Tabela 10 - FCIs – Análise financeira, saída, acordo e diretrizes do fundo

<u>Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual - Análise Financeira</u>		<u>Explicação Detalhada</u>								<u>Entrevistas</u>								<u>Soma</u>	
										1 2 3 4 5 6 7 8									
Análise Financeira	Potencial de retorno sobre o investimento projetado																	4	
	Grau do risco do investimento projetado																	1	
	Tempo projetado para necessidade de próximo aporte																	2	
	Valor projetado do próximo aporte																	2	
<u>Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual - Saída</u>		<u>Explicação Detalhada</u>								<u>Entrevistas</u>								<u>Soma</u>	
										1 2 3 4 5 6 7 8									
Saída	Quantidade de oportunidades vislumbradas																	4	
	Grau de confiabilidade da estratégia																	1	
<u>Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual - Acordo</u>		<u>Explicação Detalhada</u>								<u>Entrevistas</u>								<u>Soma</u>	
										1 2 3 4 5 6 7 8									
Acordo	Porcentagem de participação																	2	
	Porcentagem de investimento por meio de emissão de cotas/ações (cash-in)																	2	
<u>Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual - Diretrizes do Fundo</u>		<u>Explicação Detalhada</u>								<u>Entrevistas</u>								<u>Soma</u>	
										1 2 3 4 5 6 7 8									
Diretrizes do Fundo	Grau de compatibilidade relacionado ao setor, à região, estágio de desenvolvimento do negócio																	4	
	Grau de compatibilidade do valor do aporte																	4	
	Grau de compatibilidade do tempo projetado para o desinvestimento																	1	
	Grau de compatibilidade entre conhecimento técnico da gestora e necessidade vislumbrada																	2	
	Grau de compatibilidade entre conhecimento da gestora sobre o negócio e necessidade vislumbrada																	2	

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

4.4.2.7 Saída

FCs relacionados à saída foram obtidos por meio de cinco, das oito entrevistas. O que foi ressaltado pelos VCs é que há casos em que o projeto apresentado pode ser bem avaliado, mas pode haver dificuldades quanto ao desinvestimento por parte do fundo, que têm um prazo limitado para isso. Os FCs relacionados à saída, levantados por meio das entrevistas, são: (i) quantidade de oportunidades vislumbradas; (ii) grau de confiabilidade da estratégia.

As oportunidades vislumbradas para a saída são avaliadas pelos VCs, segundo participantes das E1, E2, E6, E7. Segundo eles, quando há um bom leque de oportunidades, há um menor risco, nesse aspecto. Após o momento em que é traçada uma estratégia inicial com enfoque na saída do investimento – estratégia esta, com importância ressaltada pelo participante da E8 –, podem ocorrer mudanças no cenário do negócio que podem acarretar a inviabilização da estratégia inicial traçada. É importante, então, que, desde o início do processo de investimento, já se vislumbrem outras oportunidades de desinvestimento.

4.4.2.8 Acordo

O acordo, uma tradução do *deal*, que é a palavra utilizada pelos VCs, exerce influência direta na viabilização ou não do negócio. Assim como no caso da análise financeira, motivo pelo qual ele não foi muito ressaltado nas entrevistas, pode se referir ao fato de que ele é um FC óbvio, não despertando, assim, interesse por parte dos VCs em comentá-lo, direta ou indiretamente. O *deal* engloba os seguintes FCs: (i) porcentagem de participação; (ii) porcentagem de investimento por meio de emissão de cotas ou ações.

A porcentagem de participação é correlacionada com o quanto o fundo investirá na empresa e com o quanto de dedicação a sua equipe terá em dar suporte ao negócio, dado um *valuation* realizado pela equipe do fundo, em conjunto com a equipe empreendedora. Segundo participante da E2 e E8, para eles é essencial que boa parte do aporte seja do tipo *cash-in*, ou

seja, que ele seja investido na empresa. Isso não ocorre quando um sócio vende a totalidade ou parte da sua participação para o fundo.

4.4.2.9 *Diretrizes do fundo*

FCs relacionados às diretrizes do fundo representam o grau de compatibilidade da empresa investida ou em processo de investimento com a sua estrutura. São eles: (i) grau de compatibilidade relacionado ao setor, à região, estágio de desenvolvimento do negócio; (ii) grau de compatibilidade do valor do aporte; (iii) grau de compatibilidade do tempo projetado para o desinvestimento; (iv) grau de compatibilidade entre conhecimento técnico da gestora e necessidade vislumbrada; (v) grau de compatibilidade entre conhecimento da gestora sobre o negócio e necessidade vislumbrada.

Há fundos, por meio dos quais, como explicitado, se tem o propósito de se investir em empresas de determinado setor, região e estágio de desenvolvimento. Por meio do acordo com os investidores do fundo, tais regras devem ser seguidas. Isso é válido, também, para o valor dos aportes. Em relação ao tempo do ciclo de investimento e desinvestimento, dependendo do prazo do fundo e de sua estratégia, esse tempo requerido pode ser diferente entre eles.

Dois FCs ressaltados pelos presentes nas entrevistas 4 e 8 são referentes à intensidade da potencial contribuição com a empresa investida, por parte da equipe da gestora. Além disso, na visão dos entrevistados, o grau de compatibilidade entre conhecimento técnico da gestora e necessidade vislumbrada, e o grau de compatibilidade entre conhecimento da gestora sobre o negócio e necessidade vislumbrada, são determinantes para que a equipe da gestora possa fazer uma análise eficiente sobre o projeto, durante o processo de investimento.

“Já recusamos excelentes projetos, aparentemente, mas que não teríamos condições de avaliá-los com mais detalhes e contribuir de forma satisfatória com seu desenvolvimento.” (E4)

4.4.3 Fatores críticos relacionados à carteira de investimentos

4.4.3.1 Introdução

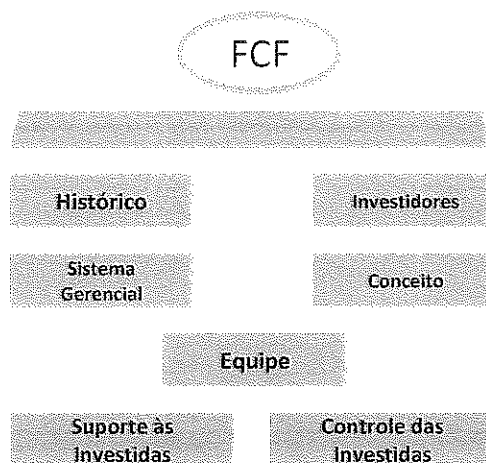
Os FCFs, ou fatores críticos (*key performance drivers*) relacionados ao desempenho da carteira de investimento de um fundo de VC, como um todo, são escassos na base teórica sobre o tema, devido, principalmente, à restrição de informação por parte das suas gestoras (LELEUX, 2007). Entretanto, por meio desta pesquisa, tentou-se dar um enfoque maior a respeito do tema nas entrevistas. Dessa forma, espera-se que se possa contribuir ainda mais com a base teórica sobre o tema. Em contrapartida à facilidade de se obter os FCIs por meio das entrevistas, a obtenção dos FCFs é realizada de forma mais trabalhosa, pois, em primeiro lugar, não há práticas relacionadas à divulgação desses fatores pela equipe das gestoras. Em muitos casos, inclusive, foi pedido sigilo quando algum caso era citado para demonstrar a utilização de alguma prática na gestora ou para exemplificar a influência que alguma característica do fundo possa ter tido em seu desempenho e no desempenho das empresas.

A partir das entrevistas foi extraída uma série de fatores, que puderam ser divididos de acordo com a seguinte classificação: Histórico (em relação à reputação do Fundo), Sistema Gerencial (Taxa de recebimento de projetos, Triagem, Gestão do fundo pós-investimento), Equipe, Investidores, Conceito (ou definições estratégicas e estruturais), Suporte às Empresas Investidas (Gestão e Saída), Controle das Empresas Investidas.

Os FCFs dos grupos de Suporte e Controle das empresas investidas tiveram algumas peculiaridades, pois, tanto para obtê-los nas entrevistas, quanto por meio da aplicação dos questionários, as perguntas tiveram que ser realizadas de forma diferente. Esses FCFs são relacionados a práticas e características do fundo que, por meio delas, pode haver uma interferência ainda mais direta no desempenho de cada empresa investida que por meio dos outros FCs do conjunto dos FCFs.

Em seguida, cada um desses FCFs são explicitados e, pela perspectiva dos entrevistados, explicados.

Figura 17 - Classificação dos fatores críticos relacionados ao fundo



Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

4.4.3.2 *Histórico*

O histórico da gestora, atrelado à reputação do fundo engloba FCs extraídos de sete das oito entrevistas. Nesse sentido, os benefícios de os representantes da gestora terem uma boa reputação, foram ainda muito enfatizados. A reputação da gestora reúne os seguintes FCs: (i) quantidade de casos de sucesso e seus desempenhos; (ii) grau de suporte às investidas; (iii) grau de transparência na relação com investidores; (iv) grau de transparência na relação com investidas. A quantidade de casos de sucesso e seus desempenhos, segundo participantes da entrevista 2, 4, 6 e 8, são importantes, primeiramente, no processo de captação de investimento. Os potenciais investidores, segundo eles, levam muito em consideração o histórico da gestora em relação à realização de bons negócios. Segundo participante da E2, esse FC é também diretamente relacionado à captação de bons negócios pela gestora, pois empreendedores também avaliam o histórico dos gestores. Afinal, eles poderão ser seus sócios no futuro. Nesse sentido, o grau de suporte e transparência da relação da gestora com as empresas investidas também é levado em consideração pelos empreendedores.

“Já concretizamos investimentos em empresas, cujos sócios nos falaram que receberam propostas ainda melhores, mas que preferiram fechar negócio conosco, devido à reputação da nossa gestora”. (E2)

O FC referente ao grau de transparência na relação com os investidores foi levantado por meio de cinco, das oito entrevistas: E1, E3, E6, E7 e E8. Segundo eles, esse FC tem interferência direta no processo de captação de investimentos para abertura dos fundos.

4.4.3.3 *Sistema gerencial*

O sistema gerencial, conjunto que engloba 17 FCs, é referente, principalmente, à estrutura do fundo em termos dos processos de comunicação e de tomada de decisões. Em todas as entrevistas alguns de seus FCs foram explicitados. Enquanto FCs ou subconjuntos do sistema gerencial estão: (i) taxa de captação de oportunidades de investimento; (ii) triagem; (iii) gestão do fundo pós-investimento.

- Taxa de captação de oportunidades de investimento

A taxa de captação de oportunidades de investimento, por si só, foi citada em sete entrevistas com os representantes das gestoras, como relacionada de alguma forma ao desempenho do fundo. Entretanto, o FC referente ao grau de divulgação do fundo, que pode ser relacionado com a captação reativa de oportunidades de investimento (a partir da divulgação, projetos poderiam ser enviados à equipe do fundo, sem que houvesse uma procura proativa por eles por parte da equipe da gestora), foi citado e criticado nas entrevistas 2 e 6, principalmente.

“Há dias em que gastamos mais tempo trabalhando junto a empresas que não serão investidas no momento, sugerindo alterações no projeto ou explicando por que a empresa não pode continuar no processo de seleção do fundo. Há empreendedores que até desistem do projeto depois disso”. (E6)

A captação proativa por meio da equipe do fundo ou por meio de indicações da rede de contato do fundo foi a forma de captação mais citada – em sete, das oito entrevistas – e a mais elogiada, pois os projetos já passam, de qualquer forma, por uma pré-seleção. Os investimentos em parcerias formais para a captação, apesar de não terem sido muito levantados, foram considerados como importantes pelos participantes das entrevistas 1 e 7.

Tabela 11 - FCFs – Histórico e sistema gerencial

Fatores Críticos Relacionados ao Fundo - Histórico		Explicação Detalhada								Entrevistas								Soma								
										1	2	3	4	5	6	7	8	1	2	3	4	5	6	7	8	
Histórico	Reputação do Fundo	Quantidade de casos de sucesso e seus desfechos																								4
		Grau de suporte às investidas																								4
		Grau de transparência na relação com investidores																								5
		Grau de transparência na relação com investidas																								1
Fatores Críticos Relacionados ao Fundo - Sistema Gerencial		Explicação Detalhada								Entrevistas								Soma								
										1	2	3	4	5	6	7	8	1	2	3	4	5	6	7	8	
Sistema gerencial	Taxa de captação de oportunidades de investimento	Grau de divulgação do fundo																								2
		Grau de esforço em captação proativa de oportunidades de investimento																								7
		Quantidade de investimento em parcerias formais para prospecção de oportunidades																								2
		Grau de estruturação do processo de triagem																								7
		Grau de estruturação do processo de triagem em termos de indicadores qualitativos																								2
		Grau de estruturação do processo de triagem em termos de indicadores financeiros																								1
		Grau de flexibilidade relacionada ao processo de triagem dependendo do setor de atuação das potenciais investidas																								1
		Grau de flexibilidade relacionada ao processo de triagem dependendo da situação na qual se encontram as potenciais investidas																								4
		Quantidade e qualidade de parcerias formais para avaliação técnica dos projetos																								3
		Quantidade e qualidade de funcionários para avaliação técnica dos projetos																								3
		Grau de balanceamento da carteira relacionado a valor dos aportes; estágio de desenvolvimento da tecnologia e produto; estágio de desenvolvimento do negócio; tamanho do negócio; setores de mercado do negócio; região do negócio																								3
		Grau de estruturação dos processos gerenciais																								5
		Grau de incentivo à proatividade e sistematização de monitoramento da carteira																								1
		Grau de dinamidade do processo de tomada de decisão de investimento																								2
		Grau de dinamidade dos outros processos de tomada de decisão																								1
		Grau de estruturação da triagem de pessoas (para o fundo ou investidas)																								1
		Capacidade de identificação das deficiências da investida																								1
		Grau de incentivo à proatividade em estruturação de novos projetos (partindo dos próprios stakeholders do fundo)																								1

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

- Triagem

A triagem é o processo pelo qual são selecionadas as oportunidades de investimentos a serem apoiadas pelo fundo. Em sete das oito entrevistas seus FCs foram explicitados. A triagem é dividida em: (i) grau de estruturação do processo de triagem; (ii) grau de flexibilidade do processo de triagem; (iii) quantidade de investimento em avaliação técnica dos projetos; (iv) grau de balanceamento da carteira relacionado ao conceito do fundo.

O grau de estruturação do processo de triagem, em termos dos indicadores qualitativos, foi ressaltado em sete das oito entrevistas realizadas. O grau de estruturação do processo em termos de indicadores financeiros, entretanto, foi levantado apenas nas entrevistas 4 e 8. Isso pode ser um indicador de que as equipes das gestoras invistam mais tempo no estudo das oportunidades por meio de avaliações de cunho mais qualitativo.

O grau de flexibilidade do processo de triagem se refere ao quão diferenciados são os processos de análise de empresas de setores de mercado diferentes e em estágios diferentes. Apenas por meio da entrevista 4, esse FC foi levantado. Quando se tocou no assunto – referente à diferenciação de formas de análises para empresas diferentes, nesses aspectos – na E1, o entrevistado disse que, em termos práticos, seria mais fácil constituir fundos diferentes, (de acordo com os setores e com os estágios diferentes das empresas) que padronizar práticas flexíveis desse tipo.

Em relação ao investimento em avaliação técnica dos projetos, em cinco entrevistas ele foi citado como importante, na perspectiva da equipe dos fundos. Para a avaliação de EEs que são EBTs, a avaliação técnica é fundamental, pois os tomadores de decisões, ao avaliar a viabilidade do negócio, necessitam de um parecer a respeito da viabilidade técnica do projeto.

O grau de balanceamento da carteira, relacionado ao conceito do fundo, foi levantado como FC a partir de três entrevistas. Ele foi relacionado com valor dos aportes, estágio de desenvolvimento da tecnologia e produto, estágio de desenvolvimento do negócio, tamanho do negócio, setores de mercado do negócio, região do negócio. Segundo participante das entrevistas 4 e 8, principalmente, não há necessidade de se ter práticas com alto grau de restrição quanto ao balanceamento do portfólio do fundo.

“Se nossos investimentos estiverem pesados em um setor de mercado e captarmos um excelente projeto nesse mesmo setor, não deixaremos de investir nele”. (E8)

- Gestão do fundo nas etapas de investimento e pós-investimento

A gestão do fundo nas etapas de investimento e pós-investimento engloba FCs referentes à gestão do fundo como um todo, incluindo sua carteira de investimentos. Os FCs são: (i) grau de estruturação dos processos gerenciais; (ii) grau de incentivo à proatividade e sistematicidade de monitoramento da carteira; (iii) grau de dinamicidade no processo de tomada de decisão; (iv) grau de estruturação da triagem de pessoas (para o fundo ou investidas); (v) capacidade de identificação das deficiências da investida.

O grau de estruturação dos processos gerenciais foi o FC mais citado pelos participantes das entrevistas em cinco delas. Por meio da visão complementar dos participantes, o fundo deve atender às leis, além de transmitir confiança e transparência para os investidores e ter processos suficientemente eficientes para que isso possa representar impacto positivo no seu desempenho.

Foi citado o grau de proatividade e sistematicidade do monitoramento da carteira, pelo participante da E6, como um fator positivo, se relacionado ao monitoramento eficiente dos investimentos por parte do fundo. Nesse sentido, esse FC é importante para que a equipe possa ser acionada para tomar decisões de forma dinâmica, dada uma situação qualquer identificada. Para que todo esse processo seja dinâmico, há necessidade de haver um processo de tomada de decisão, também dinâmico, no fundo. FC este, levantado por meio da entrevista 8. A dinamicidade do processo de tomada de decisões de investimento ainda foi ressaltada pelos participantes das entrevistas 7 e 8.

“O processo de investimento não pode ser burocrático principalmente na fase do comitê de investimentos. Esse comitê poderia não existir nesse mercado...” (E7)

O grau de estruturação da triagem de pessoas para o fundo ou para as investidas foi levantado quando se discutia sobre as equipes dos fundos e as equipes das empresas investidas, na E5. Quando se tratava da indicação de pessoas para complementar a equipe de cada empresa investida, foi ressaltado que tais pessoas devem ser muito bem selecionadas, inclusive por

meio de contratação de empresas de *head-hunting*, em complementação à captação proativa de talentos pela equipe e por meio dos investidores do fundo.

4.4.3.4 Equipe

Da mesma forma que a equipe das empresas foi bem ressaltada nas entrevistas, a equipe da gestora também foi bastante citada por meio de levantamentos de FCs relacionados a ela. Em todas as entrevistas, FCs relacionados à equipe foram abordados: (i) capacidade empreendedora; (ii) capacidade gerencial; (iii) tamanho e qualidade da rede de contatos.

Em contraponto a exigências advindas de marcos regulatórios – referentes aos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEEs) e dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs) – sobre a necessidade de haver especialistas do mercado financeiro nesse tipo de fundo, os entrevistados ressaltaram que é fundamental que a equipe das gestoras tenha “perfil empreendedor”. “Perfil empreendedor”, de acordo com a visão dos participantes da E1, E3, E5, E6, E8, é relacionado à capacidade de captação de oportunidades no mercado, capacidade de dar suporte às empresas investidas e capacidade de gerenciar pessoas e processos.

A rede de contato, no caso, engloba os FCs mais citados pelos entrevistados e, assim como os FCIs sobre a rede de contado da equipe das empresas investidas, a equipe dos fundos deve ter capacidade de prospecção comercial e de profissionais, como suporte ao desempenho da carteira do fundo, como um todo. É importante ressaltar, que, quando se trata de equipe do fundo, incluem-se todas aquelas pessoas que trabalham na gestora e estão de certa forma contribuindo com as operações do fundo, desde o diretor executivo até o estagiário. Os contatos com outros investidores, gestoras e administradoras são relacionados à troca de experiência entre eles, além de troca de informações sobre oportunidades de novos negócios, pela visão dos participantes da E4, E5 e E8. Os contatos com empresas de M&A e bancos de investimentos foram mais relacionados ao aumento do potencial de captação de oportunidades de investimento e de sucesso no desinvestimento.

4.4.3.5 *Investidores*

Os FCs relacionados aos investidores foram ressaltados quando se tratou do tema alinhamento de objetivos entre os investidores e entre os investidores e a gestora. Segundo os entrevistados, tais investidores devem poder contribuir, não somente com o recurso aportado, mas também por meio de outros fatores relacionados: (i) tamanho e qualidade da rede de contato; (ii) capacidade de projeção de necessidade de novos aportes; (iii) grau de alinhamento com práticas e estratégias da gestora e do fundo; (iv) grau de alinhamento relacionado a objetivos e práticas entre os investidores; (v) capacidade de prospecção proativa de oportunidades de investimento.

Segundo o participante da E4, a contribuição dos investidores por meio da utilização das suas redes de contato é fundamental para os fundos, principalmente com indicação de profissionais para as empresas investidas e de outros investidores para captação de mais recurso. Além disso, nas E1, E2, E3, E7 e E8, foi ressaltada que a contribuição dos investidores para com o suporte às vendas das empresas investidas é fundamental, pois, por meio do seu histórico, podem passar segurança às potenciais clientes, além de, também, isso auxiliar no processo de ampliação da rede de contato profissional delas. Na E2, principalmente, – além de também ter sido citado na E3 – foi dito que é importante que se tenha dentro do corpo de investidores certa diferenciação regional relacionada às suas redes de contato. Isso pode dar suporte à expansão das vendas das empresas investidas, além de auxiliar no desenvolvimento do fundo, dependendo do seu grau de abrangência. A capacidade de projeção de necessidade de novos aportes, pelos investidores, foi citada na E1, pois, por meio das reuniões do conselho do fundo, seus representantes podem colaborar com essa análise.

Tabela 12 - FCFs – Equipe e investidores

Fatores Críticos Relacionados ao Fundo - Equipe	Explicação Detalhada	Entrevistas								Soma	
		1	2	3	4	5	6	7	8		
Equipe	Capacidade empreendedora (relacionado à captação de oportunidades e trabalho junto as investidas)									3	
	Capacidade gerencial (gestão de pessoas e processos)									3	
	Tamanho e qualidade da rede de contato da equipe	Tamanho e qualidade da rede de contato comercial (para investidas)									5
		Tamanho e qualidade da rede de contato profissional (para investidas)									4
		Tamanho e qualidade da rede de contato comercial (para o fundo)									6
		Tamanho e qualidade da rede de contato profissional (para o fundo)									3
		Tamanho e qualidade da rede de contato com outros investidores, gestoras e administradoras									3
		Tamanho e qualidade da rede de contato com empresas de M&A e bancos de investimentos									4
Fatores Críticos Relacionados ao Fundo - Investidores	Explicação Detalhada		Entrevistas								Soma
	1	2	3	4	5	6	7	8			
	Investidores	Tamanho e qualidade da rede de contato comercial para empresas investidas									1
		Tamanho e qualidade da rede de contato profissional para empresas investidas									1
		Tamanho e qualidade da rede de contato com empresas de M&A e bancos de investimentos									1
		Grau de diferenciação regional da rede de contato dos investidores									2
		Capacidade de projeção de necessidade de novos aportes									1
		Grau de alinhamento com práticas e estratégias da gestora e do fundo									3
Grau de alinhamento relacionado a objetivos e práticas entre os investidores										5	
Capacidade de prospecção proativa de oportunidades de investimento										1	

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

O grau de alinhamento com práticas e estratégias da gestora e do fundo e o grau de alinhamento relacionado a objetivos e práticas entre os investidores são FCs relevantes para que os objetivos de todos fiquem alinhados. Foi relatado na E1 e na E6, principalmente, que pode haver divergências entre opiniões relacionadas a assuntos diversos da gestão do fundo – inclusive no processo de investimento e desinvestimento – entre investidores enquanto instituições privadas, investidores enquanto instituições públicas e investidores enquanto pessoas físicas por exemplo. Além disso, os investidores ainda podem contribuir com o desenvolvimento do fundo, se puderem prospectar proativamente oportunidades de investimento, na visão do participante da entrevista 4.

4.4.3.6 *Definições estratégicas e estruturais*

As definições estratégicas e estruturais, como estão relacionadas ao próprio conceito de um fundo, são tomadas como conjunto de FCs para o desenvolvimento dos mesmos. Eles são: (i) grau de alinhamento estratégico regional; (ii) grau de alinhamento estratégico setorial de mercado; (iii) grau de abrangência ou capilaridade de prospecção proativa (dado o alinhamento regional ou setorial); (iv) grau de concentração das atividades de gestora e administradora (em um mesmo CNPJ, por exemplo); (v) tamanho do fundo adequado à sua estrutura administrativa projetada; (vi) grau de estruturação hierárquica (entre instituições e entre a equipe); (vii) grau de formalização de reserva de capital para potencial aumento de participação em investidas; (viii) grau de eficácia do regulamento; (ix) grau de simplicidade do regulamento; (x) grau de formalização de política de participação (minoritária, por exemplo).

Tabela 13 - FCFs – Definições estratégicas e estruturais

Fatores Críticos Relacionados ao Fundo – Conceitos (definições estratégicas e estruturais)	Explicação Detalhada								Soma
	Entrevistas								
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Conceito (definições estratégicas e estruturais)	Grau de alinhamento estratégico regional								3
	Grau de alinhamento estratégico setorial de mercado								4
	Grau de abrangência ou capilaridade de prospecção proativa (dado o alinhamento regional ou setorial)								1
	Grau de concentração das atividades de gestora e administradora (em um mesmo GNPJ, por exemplo)								1
	Tamanho do fundo adequado à sua estrutura administrativa projetada								3
	Grau de estruturação hierárquica (entre instituições e entre a equipe)								2
	Grau de formalização de reserva de capital para potencial aumento de participação em investidas								2
	Grau de eficácia do regulamento								1
	Grau de simplicidade do regulamento								1
	Grau de formalização de política de participação (minoritária, por exemplo)								1

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

Os graus de alinhamento estratégico foram tidos como variáveis dependendo do tamanho do fundo (E1) e criticados (E8). Segundo o participante da E8, deve haver alinhamento estratégico do portfólio do fundo relacionado ao setor de mercado, dadas as competências da sua equipe, o perfil dos investidores e o próprio conceito por meio do qual o fundo foi criado. Por meio desse conceito, entretanto, não se deve limitar de forma autoritária o investimento em um bom projeto que por ventura não esteja alinhado à estratégia do fundo. Por outro lado critica o alinhamento setorial, pois seria mais um fator limitante de atuação da equipe do fundo.

O grau de abrangência do fundo, segundo participante da E1, pode impactar diretamente a captação de oportunidades, o que pode interferir no seu desempenho. Deve-se, porém, limitar tal abrangência, no caso de restrições relacionadas à estrutura administrativa projetada do fundo. Estrutura esta, que deve ser adequada ao tamanho do fundo, pois, de acordo com participante da E3, falhas nesse sentido prejudicam o andamento das operações da gestora.

O grau de formalização de reserva de capital para potencial aumento de participação das investidas é relacionado a uma estratégia classificada como positiva por participantes da E1 e E3. Dessa forma, pode-se evitar que o fundo seja diluído caso sejam necessários novos aportes às empresas investidas. Pelo contrário, entretanto, o fundo pode vir a aumentar nelas sua participação.

A simplicidade e eficácia do regulamento do fundo foram ressaltadas pelo participante da E7 como fatores que interferem diretamente na condução da gestão do fundo, no sentido de que balizam algumas práticas e o processo de tomada de decisões do mesmo. Quanto mais simples e claro o regulamento, mais dinâmico é o processo de tomada de decisões.

4.4.3.7 *Suporte à gestão das empresas*

FCs relacionados ao suporte à gestão das empresas foram levantados por meio de análises, principalmente, de práticas e características dos fundos por meio dos quais há interferência direta na estrutura das empresas. Tais FCs são agrupados por meio de: (i) grau de esforço em suporte ao planejamento; (ii) grau de esforço em suporte à estruturação; (iii) grau de esforço

em suporte à operação; (iv) grau de esforço em suporte por meio de direcionamento estratégico e monitoramento de riscos.

- Grau de esforço em suporte ao planejamento

Na E2 e E6 foram identificadas práticas consideradas importantes relacionadas ao auxílio à estruturação dos projetos enquanto, ainda, oportunidades. Segundo eles, além de auxiliar o próprio empreendedor a melhorar o projeto, isso pode causar impacto no grau de confiança dos analistas em investirem. Quando investida, o auxílio ao planejamento estratégico das empresas agrega valor ao seu desenvolvimento, segundo participantes das entrevistas 6 e 7.

- Grau de esforço em suporte à estruturação

Segundo participantes da E1, E5 e E7, o grau de esforço em implantação de processos e ferramentas gerenciais pode interferir na organização da empresa e, devido a isso, ela pode ser mais bem controlada pelo fundo, além de seus processos se tornarem mais dinâmicos.

A indicação de profissionais e assessorias às investidas é prática de alguns fundos. Além de que essas pessoas e empresas possam auxiliar às investidas, se indicadas pela equipe do fundo, isso pode acarretar certo aumento de confiança por parte da equipe da gestora em relação aos dados sobre o desempenho da empresa divulgados.

Tabela 14 - FCFs – Suporte à gestão

Fatores Críticos Relacionados ao Fundo (Características e Práticas com Interferência Direta nas Empresas Investidas) - Suporte à Gestão		Explicação Detalhada		Entrevistas								Soma			
				1	2	3	4	5	6	7	8				
Suporte	Gestão	Grau de esforço em suporte ao planejamento	Grau de esforço em assessoria à estruturação dos projetos, enquanto oportunidades de investimento										2		
			Grau de esforço em assessoria no desenvolvimento do planejamento estratégico											2	
		Grau de esforço em suporte à estruturação	Grau de esforço (e estruturação) em implantação de processos e ferramentas gerenciais											3	
			Grau de esforço em indicação de profissionais às investidas											6	
			Grau de esforço em indicação de assessorias (jurídica, contábil, gerencial)											2	
			Quantidade de investimento em parcerias formais para assessoria à gestão											1	
	Gestão	Grau de esforço em suporte à estruturação	Grau de esforço em indicação de membros para conselho das investidas											4	
			Grau de incentivo à entrada de novos sócios na equipe (de imediato ou por meio de contrato de opção de compra)												1
			Grau de esforço em assessoria proativa à execução												3
			Grau de esforço em assessoria proativa em captação de recurso												1
			Quantidade e qualidade de técnicos da gestão para auxílio técnico nos projetos												1
			Grau de esforço em assessoria na reformulação do planejamento estratégico												1
Suporte	Gestão	Grau de esforço em suporte à estruturação	Grau de esforço em monitoramento de riscos relacionados ao planejamento											1	
			Grau de incentivos a mudanças no planejamento dos projetos devido a os riscos												1
			Grau de incentivo à comercialização internacional												1
			Grau de esforço (e estruturação) no direcionamento estratégico de investimento de tempo (foco na aceleração da execução do planejamento das empresas investidas)												6
			Grau de esforço (e estruturação) no direcionamento estratégico de investimento de capital												1
			Grau de incentivo à sindicalização dos investimentos (entrada de um novo investidor)												6

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

- Grau de esforço em suporte à operação

Entrevistados, em cinco, das oito entrevistas, levantaram práticas de auxílio às empresas em operações, como importantes para o seu desenvolvimento. Como assessoria proativa da execução de atividades relacionadas à rotina e à execução do planejamento, principalmente o participante da E1, ressaltou a importância de se fazer isso, pois, no caso de empresas ainda em estruturação, pode haver dificuldades em relação a certas atividades com as quais a equipe do fundo possa ter mais intimidade. Atividades relacionadas à gestão financeira das empresas foram alguns dos exemplos explicitados. Quanto à captação de recursos, esse FC foi levantado na E6. Segundo o entrevistado, a equipe do fundo pode ter mais experiência na captação de recursos públicos de fomento, financiamentos ou eventuais novos investimentos. O auxílio operacional de técnicos dos fundos nos projetos também foi levantado na entrevista 8.

- Grau de esforço em suporte por meio de direcionamento estratégico e monitoramento de riscos

O esforço relacionado ao monitoramento e direcionamento estratégico das empresas, por parte dos fundos, também foi identificado nas análises das entrevistas. Assessoria em reformulação da estratégia, não somente por meio de direcionamentos advindos do conselho, mas por meio de assessoria na prática, foi levantada na entrevista 6. Da mesma forma, o monitoramento de riscos do dia a dia nas empresas, como forma de levantamento de dados para a assessoria relacionada ao direcionamento estratégico, foi levantada.

“Fazemos reuniões semanais com os diretores das empresas investidas para verificar como anda a execução do planejamento realizado”. (E6)

Associado aos FCIs capacidade transformadora e capacidade de adaptação, o FCF grau de incentivo a mudanças no planejamento foi enfatizado por meio da E5, mas foi relacionado, também, à identificação de riscos e oportunidades e foi relacionado à mudança no ambiente interno e externo das empresas.

O incentivo à comercialização internacional foi levantado por meio de uma só entrevista considerando o suporte à gestão das empresas. Entretanto, o critério relacionado ao FCI potencial de internacionalização das vendas foi bastante ressaltado.

O FC grau de esforço (e estruturação) no direcionamento estratégico de investimento de tempo (foco na aceleração da execução do planejamento das empresas investidas) foi identificado por meio das entrevistas 1, 2, 6 e 7. Ele se refere ao fato de que a equipe do fundo deve direcionar os seus esforços estrategicamente para monitorar e atuar naqueles fatores que têm mais correlação ao desempenho das investidas. Na visão do participante da E6, por exemplo, isso não significa que atividades de *report* e controle não sejam importantes e não devam ser realizadas, mas o investimento maior de recursos deve ser realizado considerando aquelas que têm maior relação com o desempenho. Da mesma forma, o aporte de recursos financeiros deve ser estrategicamente realizado, no sentido de se investir naquilo que terá maior correlação com o desenvolvimento da empresa.

Na visão dos participantes das entrevistas 1, 2, 3, 6, 7 e 8, a sindicalização de investimentos deve ser incentivada como prática de um fundo de VC. Por meio dela, além da captação de mais recursos, a rede de contato comercial e profissional do empreendimento é ampliada e mais experiência de mercado é agregada.

“Projetos bons são captadores de recursos, sempre vão precisar de mais. Projetos ruins são gastadores de recursos.” (E3)

4.4.3.8 *Suporte ao desinvestimento das empresas*

Rotulado como “Saída”, o conjunto de FCs de suporte ao desinvestimento das empresas engloba FCs relacionados às práticas e características dos fundos, referentes ao desinvestimento das mesmas. Desinvestimento este, que é realizado por meio de algumas estratégias, como, por exemplo, IPO, venda estratégica, venda para outro investidor, venda para o empreendedor, liquidação. Ao se considerar o mercado brasileiro, todos os entrevistados falaram que uma venda por meio de um IPO ainda é difícil, mas apesar disso,

três deles disseram que, de qualquer forma, trabalham com essa hipótese. Todos concordaram que a venda estratégica é um bom negócio, pois pode potencializar o valor da venda da empresa. Consideram venda estratégica como a venda para um *player* de mercado que deseja comprar a empresa por motivo alinhado às suas operações, como, por exemplo, um concorrente direto.

Nesse sentido, o grau de esforço relacionado ao direcionamento do trabalho, desde o início, voltado ao desinvestimento, é relacionado diretamente ao desempenho da operação.

“Temos que identificar quais aqueles ativos da empresa que são mais valorizados pelos potenciais compradores da empresa e focar nosso trabalho em desenvolvê-los” (E6)

Na visão dos entrevistados 3, 5 e 8, entretanto, o foco inicial deve ser direcionado ao desenvolvimento da empresa como um todo. Dessa forma, na visão deles, torna-se mais fácil obter sucesso com o negócio.

“Uma boa empresa, lucrativa, com boas práticas de governança, que incomoda os seus concorrentes e se destaca no mercado, é fácil de ser vendida”. (E8)

Segundo o participante da E8, com visão compartilhada pelos participantes das E1 e E2, os graus de esforço em estabelecimento de boas práticas de governança e *compliance* são determinantes para o sucesso no desinvestimento das empresas da carteira de investimentos do fundo. Dessa forma, o potencial comprador passa a ter mais confiança nos dados apresentados e, ao investir, já contará com uma estrutura da empresa organizada nesse sentido.

Os FCs referentes ao esforço em prospecção autônoma de compradores, investimento em *marketing* e em relações públicas, investimento em parcerias formais para prospecção de compradores e investimento em parcerias formais para negociação de desinvestimento foram relacionados pelos entrevistados a práticas que são realizadas, na maioria das vezes, quando não há o desempenho esperado da empresa investida. Quando há, segundo eles, o fundo é procurado pelos potenciais compradores. De qualquer forma, os participantes da E1, E2, E4, e E5 levantaram essas práticas como determinantes para o sucesso da saída em alguns casos.

Tabela 15 - FCFs – Suporte ao desinvestimento

Fatores Críticos Relacionados ao Fundo (Características e Práticas com Interferência Direta nas Empresas Investidas) – Suporte à Saída		Explicação Detalhada								Entrevistas								Soma								
										1	2	3	4	5	6	7	8									
Suporte	Grau de esforço relacionado ao direcionamento inicial do trabalho voltado ao desinvestimento	Grau de esforço relacionado ao direcionamento do trabalho (desde o início) voltado ao desinvestimento, de acordo com a estratégia traçada (acúmulo de ativos ou busca por resultados que trarão mais valor para a empresa sob a perspectiva de outros potenciais investidores)																		4						
		Grau de esforço em práticas de compliance																		3						
		Grau de esforço em estabelecimento de boas práticas de governança																		3						
		Grau de esforço em prospecção autônoma de compradores																		2						
		Quantidade de investimento em marketing e relações públicas																		1						
		Quantidade de investimento em parcerias formais para prospecção de compradores																		3						
		Quantidade de investimento em parcerias formais para negociação de desinvestimento																		1						
		Precisão da avaliação (valuation) da empresa																		1						
		Transparência e detalhamento da avaliação (valuation) da empresa																		1						
																				1						

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

Na E8, foi ressaltado que, durante o processo de negociação, os FCs relacionados à precisão da avaliação da empresa e à transparência e detalhamento da sua avaliação são determinantes para o fechamento do negócio com sucesso. A qualidade do *valuation* da empresa pode acarretar em confiança por parte dos potenciais investidores em investir no negócio.

4.4.3.9 *Suporte ao controle das empresas*

Os Fatores Críticos relacionados às atividades de controle interferem diretamente na forma como são monitoradas as empresas e na forma como a equipe do fundo propõe ações, com base na análise das informações coletadas em relação aos acordos realizados entre as duas instituições. As atividades de controle são relacionadas a uma forma de se fazer cumprir aquilo que foi combinado, por meio da elaboração de contratos ou relacionado a boas práticas de transparência e ética, da relação entre investidores e empresas investidas.

Como FCs relacionados ao controle das empresas, foram levantados: (i); grau de esforço relacionado ao alinhamento dos objetivos da investida aos do fundo; (ii) grau de esforço (e estruturação) em implantação de processos e ferramentas de comunicação e monitoramento; (iii) grau de estruturação do monitoramento dos marcos relacionados ao desinvestimento ou à redução de dedicação de tempo; (iv) grau de detalhamento e formalização dos aportes por etapas, baseados em metas; (v) grau de eficiência do serviço de auditoria requerido; (vi) grau de eficácia dos contratos; (vii) grau de simplicidade dos contratos; (viii) grau de esforço relacionado ao alinhamento dos objetivos de um novo investidor-sócio aos do fundo.

O grau de esforço relacionado ao alinhamento dos objetivos da investida aos do fundo foi levantado por meio da análise de seis das oito entrevistas realizadas. Segundo os entrevistados, é uma forma de administrar os impactos de potenciais conflitos que possam ser gerados nos processos de gestão e desinvestimento da empresa.

Tabela 16 - FCFs – Suporte ao controle

Fatores Críticos Relacionados ao Fundo (Características e Práticas com Interferência Direta nas Empresas Investidas) - Controle	Explicação Detalhada								Soma	
	Entrevistas									
	1	2	3	4	5	6	7	8		
Controle										6
										2
										2
										5
										1
										1
										1
										2

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

O grau de esforço em implantação de processo e ferramentas de comunicação e monitoramento das empresas é essencial para que as equipes dos fundos saibam, com a maior dinamicidade possível, o que acontece no dia a dia em seu ambiente interno.

O FC referente à estruturação do monitoramento dos marcos relacionados ao desinvestimento ou à redução de dedicação de tempo é relacionado com a situação na qual o desempenho da empresa está abaixo do esperado ou até da média das outras empresas da carteira do fundo. Nesse sentido, o investidor deve identificar a hora em que: (i) deve-se reduzir os esforços em suporte à empresa investida; (ii) deve-se realizar a perda do investimento. Para que essa hora possa ser identificada com mais eficácia, há a necessidade de estabelecer indicadores para isso, e o desempenho da empresa deve ser monitorado, também, por meio deles.

O grau de detalhamento e formalização dos aportes por etapas, baseados em metas, foi ressaltado em cinco das oito entrevistas. O FC é relacionado à definição de metas a serem atingidas, de acordo com o plano de negócio desenvolvido, condicionantes a cada etapa do aporte financeiro. Essa prática é tomada, primeiramente, como uma forma de controle do andamento do negócio por parte da equipe do fundo. Há outros benefícios como, por exemplo, a motivação da equipe empreendedora em cumprir com o planejamento e uma maior forma de proteção do fundo. Dependendo dos contratos assinados, há opção de parar o processo de investimento caso tais metas não sejam atingidas.

Os graus de eficiência do serviço de auditoria, eficácia dos contratos e simplicidades dos mesmos foram tomados pelo participante da E7 como determinantes para a eficiência do controle das empresas pela gestora.

O grau de esforço relacionado ao alinhamento dos objetivos de um novo investidor-sócio aos do fundo foi ressaltado como FC, na situação em que o investimento é compartilhado com outro investidor.

4.4.4 Validação dos fatores críticos de desempenho dos fundos de VC

Questionários autoadministrados foram aplicados no sentido de validar as informações levantadas por meio das entrevistas realizadas. Foram criados, então, dois tipos de questões relacionadas aos impactos diretos dos FCs (em relação ao desempenho da carteira como um todo e em relação ao desempenho de cada empresa investida), como descrito na metodologia do presente estudo. Os resultados, que foram preenchidos por quatro dos 10 entrevistados, se encontram no APÊNDICE B deste trabalho.

A escala, com variação de 0 a 3 (nenhuma correlação de FC com o desempenho, a grande correlação do FC com o desempenho) foi balizadora das respostas dos participantes da pesquisa, no sentido em que têm que a utilizar para correlacionar os FCs, diretamente com desempenho dos fundos e diretamente com desempenho das empresas (indiretamente com o desempenho do fundo).

- Fatores críticos relacionados ao fundo

Para o caso dos FCs diretamente relacionados ao desempenho do fundo, todos foram validados por, pelo menos, três dos quatro respondentes. Os FCs relacionados à capacidade de identificação das deficiências da investida, à capacidade gerencial (gestão de pessoas e processos), ao tamanho e qualidade da rede de contatos foram os FCs que tiveram a média máxima.

O grau de divulgação do fundo e o grau de formalização de reserva de capital para potencial aumento de participação em investidas representam os FCs que, pela visão dos respondentes, estão menos relacionados ao desempenho do fundo. Eles obtiveram média 1,5.

- Fatores críticos relacionados ao fundo, com impacto direto no desempenho das empresas

Para o caso dos FCs considerados como aqueles que interferem diretamente no desempenho do fundo, todos foram validados com a média mínima de 1,75. Nenhum respondente atribuiu nota mínima a algum FC nesse caso.

Aqueles que obtiveram nota máxima atribuída pelos respondentes foram: grau de esforço em suporte por meio de direcionamento estratégico e monitoramento de riscos; grau de esforço relacionado ao direcionamento inicial do trabalho voltado ao desinvestimento; grau de esforço em práticas de *compliance*; grau de esforço em estabelecimento de boas práticas de governança e qualidade da avaliação (*valuation*) da empresa na etapa de saída.

Os FCs relacionados à quantidade de investimento em *marketing* e relações públicas e à qualidade dos contratos obtiveram média mínima: 1,75.

- Fatores críticos relacionados a cada investimento individual

Todos os FCs relacionados a cada investimento individual, também, foram validados pelos respondentes. Dentre os 51 FCs (agrupamento de 76 FCs), 11 foram avaliados com nota máxima pelos respondentes. São eles: grau de experiência em gerenciamento de negócios; grau de comprometimento e dedicação ao negócio; grau de conhecimento do mercado; grau de conhecimento do negócio, capacidade de prospecção e utilização de contatos; capacidade de execução; capacidade transformadora (proposição positiva de mudanças); capacidade de adaptação (reação positiva a mudanças); grau de alinhamento de objetivos com os fundo; grau de atendimento à demanda dos potenciais consumidores; grau da força da concorrência; potencial de retorno sobre o investimento projetado.

Apenas os seguintes FCs, entretanto, obtiveram média mínima, 1,5: grau de definição hierárquica, tempo para proteção intelectual e tempo projetado para necessidade de próximo aporte.

4.5 Particularidades do mercado brasileiro de VC

As particularidades do mercado brasileiro de VC – relacionadas com os FExt-F, que foram analisados por meio da etapa de validação dos resultados – foram, também, levantados nas entrevistas, mas de forma mais informal. Geralmente os respondentes citavam esses fatores quando era levantada a questão das diferenças entre o mercado de VC brasileiro e de outros países considerados pioneiros na área. O participante da E3 citou alguns desses países pela sua perspectiva: EUA, França, Alemanha, Suécia, Inglaterra, Israel, Índia e China.

Tais fatores ambientais levantados por meio das entrevistas foram agrupados de acordo com a tabela 17. Por meio da descrição desses fatores, não há o objetivo de relacioná-los diretamente ao desempenho dos fundos de VCs. Então, eles são dispostos por meio da visão do entrevistado sobre como se encontra o ambiente no Brasil.

Tabela 17 - Particularidades do mercado brasileiro de VC

Mercado Brasileiro de Venture Capital		Entrevistas							
		1	2	3	4	5	6	7	8
Cultura	Pouca utilização da rede de contatos	1							
	Empreendedorismo por necessidade		1						
	Pouca ênfase em planejamento do negócio			1					
	Geração de negócios ainda voltados para o atendimento do mercado interno							1	
	Práticas de pesquisas não aplicáveis no ambiente acadêmico								1
Política	Pouco incentivo à atração de investidores internacionais	1							
	Incentivo à inovação insuficiente		1			1			
	Estratégias de incentivo à inovação ineficientes		1			1			
	VC muito fomentado por dinheiro público						1		
Regulação	Estrutura legal dos fundos bem regulamentada			1					
	Regulação excessiva do mercado							1	
	Falta de marcos regulatórios customizados para o mercado de VC	1							1
	Altas cargas tributárias						1		
	Marcos regulatórios inesistentes ou ineficientes em alguns setores						1		
Mercado	Mercado novo, em estruturação	1	1			1	1	1	1
	Mercado financeiro imaturo para IPOs	1							
	Mercado de renda fixa e variável competitivo com o mercado de VC	1							
	Macroeconomia impulsiona o setor	1							
Outros	Educação fraca da população		1						
	Falta de confiança no mercado de VC	1							
	Práticas excessivas de investimentos por meio de cash-in				1				
	Projetos ruins		1				1	1	1
	Demanda por mais estudos e divulgação do mercado de VC								1

Fonte - Elaborada pelo autor da dissertação

- Cultura

Participante da E1 ressaltou que, no Brasil, ainda não há, como em outros países, a prática tão forte de utilização da rede de contatos direta ou indireta (por meio de outras pessoas), como forma sistemática de potencializar negócios. Em relação à “cultura empreendedora”, o participante da E3 ressaltou que, no Brasil, a maioria dos empreendedores se torna empreendedor por necessidade.

“Quando morei nos Estados Unidos, tornavam-se empreendedores os melhores da classe, mas, no Brasil, os estudantes que se formam só pensam em fazer concurso público ou trabalhar em multinacionais.” (E3)

Segundo participante da E3, os brasileiros não têm a cultura de se esforçar para planejar um negócio como forma de prevenção de riscos e projeção de oportunidades, mas executam sem planejar adequadamente. O E7, por sua vez, ressaltou que, no Brasil, se pensa muito em atender o mercado interno, mas geralmente não há o enfoque na internacionalização do negócio, como já explicitado. Além disso, na sua visão, as pesquisas no ambiente acadêmico ainda precisam ser mais votadas para atender às demandas de mercado.

- Política

Em relação às políticas públicas, o participante da E1 criticou a atuação do governo quanto ao incentivo à atração de investidores internacionais que poderiam disponibilizar mais recursos para investimento e conhecimento a respeito desse mercado. Da mesma forma, segundo participantes da E3 e E6, a atuação do governo relacionada ao incentivo à inovação e ao empreendedorismo tem sido insuficiente, ou seja, há necessidade de se investir mais. Por outro lado, segundo eles, há a necessidade de reformulação da estratégia de investimento. Ambos criticam as linhas de capital de fomento para as ENBTs, pois ressaltaram que as atividades desse tipo de investimento ainda não são bem estruturadas.

O fato de a indústria de VC ainda ser fomentada por dinheiro público, na visão do participante da E6, é prejudicial. Ao se investir recurso de investidores públicos, é requisitado um maior esforço por parte da gestora em atividades de controle do investimento.

- Regulação

Um dos dois únicos pontos positivos a respeito do ambiente brasileiro em torno das atividades de VC, levantado por meio das entrevistas, foi relacionado à estrutura legal dos fundos de VC, pelo participante da entrevista 4. Entretanto, participantes das entrevistas 2, 7 e 8 criticaram a estrutura legal, pois, segundo eles, ela é um desdobramento da estrutura aplicada em outros tipos de fundos e ela, de certa forma, “engessa” a atuação da gestora. As cargas tributárias foram criticadas na E6, cujo participante ressaltou a importância de se dar mais incentivos, por meio de redução de impostos, relacionados às atividades da área. Foi ressaltado, ainda na E6, que, em alguns setores das empresas, ainda há deficiências do marco regulatório como, por exemplo, na área de biotecnologia.

- Mercado

O fato de o mercado brasileiro de VC ser ainda novo foi ressaltado pelos participantes da E1, E2, E5, E6 e E7. Segundo eles, ainda faltam casos de sucesso e ainda falta confiança por parte de alguns investidores no mercado. Em relação ao mercado de IPO – saída para investimentos de VCs, principalmente nos Estados Unidos – não há ainda, no Brasil, um ambiente favorável para se fazer esse tipo de desinvestimento, segundo o participante da entrevista 2. Entretanto, o participante da E1 cita o mercado de renda variável como concorrente direto do mercado de VC. Segundo ele, devido aos altos retornos obtidos pelos investidores nesse mercado durante os últimos 10 anos, a motivação em investir em VC pode deixar de existir.

“Só investe nesse mercado hoje, quem é apaixonado. Além de o mercado de renda variável ter sido melhor nos últimos anos, os investimentos têm bem mais liquidez.” (E1)

Segundo o participante da E2, a situação econômica do Brasil, hoje, é muito favorável ao desenvolvimento desse mercado.

- Outros

A educação da população foi citada pelo participante da E3 como um fator limitador do desenvolvimento de bons projetos, no Brasil. Projetos brasileiros, esses, considerados como ruins, em sua maioria, se comparados com a média dos projetos de outros países pioneiros na área, segundo participantes das E3, E6, E7 e E8.

As práticas excessivas de restrições a investimentos de fundos por meio de direcionamento total do aporte para a aquisição de cotas são vistas como maléficas ao desenvolvimento do mercado de VC pela perspectiva do participante da E5. Dessa forma, pois, fundos têm restrições em dar saídas para outros fundos.

A falta de confiança no mercado de VC, ressaltada pelo E2, é fator maléfico ao desenvolvimento desse mercado. Por meio da divulgação e realização de mais estudos na área voltados para o desenvolvimento do mercado brasileiro de VC (necessidade levantada pelo participante da E8), como por meio deste trabalho, a confiança dos investidores pode ser potencializada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 Contribuições

Por meio deste trabalho, contribuições com a base teórica relacionada aos estudos das ENBTs e da atividade de *venture capital* puderam ser identificadas. Contribuições estas, importantes, também, no sentido de fomentar o desenvolvimento do mercado de *venture capital* no Brasil.

Primeiramente, critérios utilizados pelos VCs internacionais no processo de seleção de oportunidades de investimento foram identificados e descritos a partir da revisão teórica do tema. Algumas das principais dimensões abordadas nos estudos são: (i) equipe empreendedora; (ii) mercado; (iii) produto; (iv) potencial de retorno financeiro do negócio. Por meio dessas dimensões são agrupados esses critérios utilizados por VCs no processo de investimento, uma das etapas do processo de gestão de um fundo. Etapas estas, que foram desdobradas por meio de entrevistas com 10 representantes de seis gestoras de fundos de VC brasileiros. Etapas, então, relacionadas ao processo de investimento, gestão e desinvestimento dos fundos foram analisadas ao se considerar a relação da gestora com as empresas investidas.

Além dos critérios de seleção, utilizados na primeira etapa, fatores relacionados à gestão dos fundos também foram identificados e descritos por meio da revisão teórica do tema. Dado que esses fatores são relacionados com o desempenho desses fundos (LELEUX, 2007), podem ser utilizados como indicadores de desempenho dos mesmos. São eles: (i) quantidade e qualidade de projetos submetidos à análise dos VCs; (ii) processo de triagem dos projetos; (iii) compartilhamento de investimentos; (iv) mecanismos de controle do investimento; (v) experiência dos sócios e investidores do fundo; (vi) manutenção do desempenho dos fundos da mesma gestora ao longo do tempo; (vii) momento em que se inicia a atividade de um fundo; (viii) duração dos investimentos; (ix) reputação da equipe da gestora do fundo e de seus investidores; (x) atividades realizadas pela equipe da gestora que agregam valor ao desenvolvimento das empresas investidas.

Por meio da identificação de fatores relacionados ao desempenho do fundo, somada à identificação dos critérios de seleção do portfólio, foi construído um roteiro de entrevistas como suporte às entrevistas semiestruturadas realizadas. A partir das análises das entrevistas, foram identificados 76 FCFs e 82 FCIs. Após uma nova análise das entrevistas considerando tais fatores já identificados, eles foram descritos por meio da perspectiva dos gestores. Os FCFs identificados e descritos são referentes a: (i) histórico da gestora; (ii) sistema gerencial do fundo; (iii) equipe do fundo; (iv) investidores; (v) definições estratégicas e estruturais do fundo (vi) suporte à gestão das empresas; (vii) suporte às atividades de desinvestimento das empresas; (viii) atividades de controle da empresa investida. Já os FCIs, foram classificados por: (i) equipe; (ii) tecnologia, produto e processo produtivo; (iii) mercado; (iv) projeto e negócio; (v) análise financeira; (vi) desinvestimento; (vii) acordo; (viii) diretrizes do fundo.

Em complemento à etapa exploratória referente à identificação e descrição dos FCs encontrados, foi desenvolvido um questionário autoadministrado e enviado aos mesmos entrevistados da etapa anterior. Por meio da análise dos resultados advindos do preenchimento do questionário por parte dos representantes da gestora, verificou-se que os FCs levantados na etapa anterior puderam ser validados. Somente seis FCs foram classificados por algum (um único representante da amostra) dos respondentes, como não correlacionados ao desempenho dos fundos e, 19 deles, foram classificados como muito correlacionados ao desempenho deles.

Como forma de complementação aos objetivos direcionadores da pesquisa, além de identificar os fatores relacionados ao ambiente interno do fundo e aos ambientes interno e externo das empresas, foi possível identificar, também, fatores relacionados ao ambiente externo do fundo. Fatores estes identificados por meio de comparações entre o ambiente brasileiro e os de outros países pioneiros na área. Foram identificados e descritos 23 fatores ambientais classificados como: (i) fatores culturais; (ii) políticos; (iii) relacionados à regulação do mercado; (iv) relacionados ao mercado de VC, em geral, dentre outros.

Sendo assim, os objetivos direcionadores da presente pesquisa foram cumpridos. Levando-se em consideração que estão relacionados a um tema crítico para o desenvolvimento do mercado de *venture capital*, que ainda é recente no País, e em franca ascensão (CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, 2008), pode-se concluir que, por meio deste trabalho, não somente há contribuição para a base teórica da área, mas também para o desenvolvimento do mercado de *venture capital* do Brasil.

5.1 Limitações

Apesar de, por meio deste trabalho, contribuições para a base teórica a respeito das atividades de venture capital terem sido identificadas, podem-se apontar, também, algumas limitações da presente pesquisa. Primeiramente, deve-se enfatizar que a forma de amostragem levada em consideração foi não probabilística, por conveniência. Sendo assim, não se pode garantir que a amostra seja representativa da população de gestores de VC do Brasil. Além disso, os dados dispostos e afirmações realizadas a respeito do ambiente interno e externo das empresas e dos fundos de VC foram descritos por meio da perspectiva dos respondentes. Sendo assim, é possível que eventuais FCs identificados ou afirmações realizadas não sejam totalmente condizentes com a realidade do mercado brasileiro de VC.

5.2 Oportunidades de trabalhos futuros

Como formas de complementação da presente pesquisa, são apresentadas outras duas oportunidades principais de estudos. No sentido de reforçar a base de dados adquirida, poderiam ser realizadas mais entrevistas ou, até mesmo, um *survey* com o objetivo de identificar outros FCs que não foram contemplados neste estudo, como, por exemplo, fatores ambientais (do ambiente externo) dos fundos de *venture capital*, além dos já identificados.

Uma segunda oportunidade identificada é referente à ponderação dos fatores extraídos, por meio de aplicação de questionários a uma amostra representativa da população dos gestores de fundos de VC do Brasil. Dessa forma, poder-se-ia obter uma classificação geral dos FCs por importância ou, até mesmo, analisar a ponderação dos gestores por meio do tipo de fundo que gerem, ou seja, identificar qual a importância que gestores de determinados tipos de fundo atribuem a determinados tipos de FCs.

REFERÊNCIAS

- BARDIN, L. (1977). *Análise de conteúdo*. 4. ed. Lisboa: Edições 70.
- BAILEY, K. D. (1982). *Methods of social research*. 2. ed. New York: The Free Press.
- BRYMAN, A. (1992). *Research methods and organization studies*. London: Routledge.
- BUTCHART, R. (1987). A New UK Definition of High-Tecnology Industries. *Economic Trends* 400: 82-88.
- CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. (2006) *apud* MEIRELLES, J. L. F., PIMENTA Jr. T., REBELATTO, D. A. N. (2008). Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão & Produção*, v. 15, n. 1, São Carlos.
- Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP (2008). Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital. Disponível em: <<http://www.nsgcapital.com.br/arquivos/PANORAMA%20INDUSTRIA%20BRASILEIRA%20PEVC%202008.pdf>>. Acesso em: 01 maio. 2010.
- COOPER, R. G. et al. (1997). Portfolio management in new product development: lessons from the leaders – I. *Research Technology Management*; 40, 5; p. 16-28.
- COOPER, R. G. et al. (1997). Portfolio management in new product development: lessons from the leaders – II. *Research Technology Management*; 40, 6; p. 16-28.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em administração*. 7. ed. Porto Alegre: Bookman.
- CORNELIUS, B. e PERSSON, O. (2006). Who's who in venture capital research. *Technovation* 26, 142–150.
- CUMMING, D. J., & MACINTOSH, J. G. (2003): "A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exit Strategies," *Journal of Banking and Finance*, 27(3), 511–548.
- CUMMING, D. J. & JOHAN, S. A., (2008) Preplanned Exit Strategies in Venture Capital. *European Economic Review* 52 (2008) 1209-1241.
- DAVILA, A., FOSTER, G., GUPTA, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing* 18 689–708.
- DE COSTER, R. e BUTLER, C. (2005). Assessment of proposals for new technology ventures in the UK: characteristics of university spin-off companies. *Technovation*, p. 535-543.
- DEMO, P. (1995). *Metodologia Científica em Ciências Sociais*. São Paulo: Atlas.
- GOMPERS, P. & LERNER, J. (1999) *apud* RIBEIRO, L. L. & ALMEIDA, M. I. R. (2005). Estratégias de Saída em Capital de Risco. *São Paulo R.Adm.*, v.40, n.1, p.55-67.

- GRANSTRAND, O. (1998). Towards a theory of the technology-based firm. *Research Policy*, 27, 465-489.
- HAIR JR., J. F.; BARRY, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- HEIRMAN, A. e CLARYSSE, B. (2004). How and Why do Research-Based Start-Ups Differ at Founding? A Resource-Based Configurational Perspective. *Journal of Technology Transfer*, 29, 247-268.
- HUNTER, J. E. & SCHMIDT, F. L. (1990). *Methods of Meta-Analysis: Correcting Error and Bias in Research Findings*. Newbury Park, CA: Sage.
- HEGE, U.; PALOMINO, F., & SCHWIENBACHER, A. (2003). Determinants of venture capital performance: Europe and the United States. *Revue Finance*.
- KOTLER, P.(2000). *Administração de marketing: a edição do novo milênio*. 10. ed. São Paulo: Prentice Hall, 764p.
- LANDSTRÖM, H. (2007). Venture capital and government policy, in H Landström (ed) *Handbook of research on venture capital*, Cheltenham: Edward Elgar, pp 113-151.
- LELEUX, B. F. (2007). The performance of venture capital investments, in H Landström (ed) *Handbook of research on venture capital*, Cheltenham: Edward Elgar, pp 236-252.
- MACINTOSH (1997) *apud* CUMMING, D. J., & MACINTOSH, J. G. (2003): "A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exit Strategies," *Journal of Banking and Finance*, 27(3), 511-548.
- MACMILLAN, I.C.; SIEGEL, R.; NARASIMHA, P. N. S. (1985). Criteria used by venture capitalist to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing* 1:119-128.
- MARCOVITCH, V.; SANTOS, S.A.; DUTRA, I. (1986). Criação de empresas com tecnologias avançadas. *Revista de Administração*, São Paulo, FEA/USP, v. 21, n. 2, abr./jun.
- MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA Jr. T.; REBELATTO, D. A. N. (2008). Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão & Produção*, v. 15, n. 1, São Carlos.
- MERTON, R.; FISKE, M., & KENDALL, P. (1956) *apud* BAILEY, K. D. (1982). *Methods of social research*. 2. ed. New York: The Free Press.
- MUSTAR, P. et al. (2006). Conceptualising the heterogeneity of research-based spin-offs: A multi-dimensional taxonomy. *Research Policy*, 35, 289-308.
- ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Manual de Oslo*. Paris: OCDE, 1996.
- RELANDER, K.; SYRJANEN, A.; MIETTINEN, A. (1994) *apud* RIBEIRO, L. L. & ALMEIDA, M. I. R. (2005). Estratégias de Saída em Capital de Risco. *São Paulo R.Adm.*, v.40, n.1, p.55-67.

RIBEIRO, L. L. (2005). O modelo brasileiro de private equity e venture capital. São Paulo, 137 p. Dissertação - (Mestrado em Economia). FEA/USP.

RIBEIRO, L. L. & ALMEIDA, M. I. R. (2005). *Estratégias de Saída em Capital de Risco*. São Paulo R.Adm., v.40, n.1, p.55-67.

ROBERTS, E.B. (1991) *Entrepreneurs in high technology – Lessons From MIT and Beyond*, Oxford University Press, New York, USA.

SAHLMAN, W. A. (1997). How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, v75 n° 4 p98-108.

SAHLMAN, W. A. (1990). The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics* 27, 473-521.

SHANE, S. (2004) *Academic Entrepreneurship: University Spin-offs and Wealth Creation*. Edward Elagar.

SONG, M. et. al. (2008). Success Factors in New Ventures: A Meta-analysis. *Product Innovation Management*. 25:7–27.

STOREY, D., TETHER, B., (1998) *apud* BUTCHART, R. (1987). A New UK Definition of High-Tecnology Industries. *Economic Trends* 400: 82-88.

VOHORA, A., WRIGHT, M., LOCKETT, A. (2004). Critical junctures in the development of university high-tech spin-out companies. *Research Policy*, 33, 147–175.

WRIGHT, M. et al. (2006). University spin-out companies and venture capital. *Research Policy*, 35, 481–501.

ZACHARAKIS, A. L. e MEYER, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing* 15, 323–346.

ZUTSHI, R. K. et al. (1999). Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination. *Small Business Economics* 13, 9–26.

APÊNDICES

APÊNDICE A: Roteiro de Entrevista

Checklist

- Pesquisa sobre a instituição

- Pesquisa sobre o histórico do gestor entrevistado

- Roteiro atualizado e impresso

- Apresentação da pesquisa disponível em meio eletrônico

Entrevista

(i) Apresentação

- Apresentação do entrevistador

- Apresentação do projeto de pesquisa
 - Histórico
 - Contexto atual
 - Escopo
 - Objetivos

- Próximos passos
- Oportunidades para trabalhos futuros

- Apresentação da dinâmica da entrevista

- Solicitar uma apresentação da gestora
 - Histórico da gestora
 - Número de fundos e quais são eles
 - Quantidade média de aporte por meio dos fundos
 - Setor de mercado focado na realização dos investimentos
 - Estágio de desenvolvimento da tecnologia, do produto ou do negócio focado na realização dos investimentos
 - Tamanho das empresas requisitado para a realização dos investimentos
 - Casos de desinvestimentos

- Solicitar uma explicação sobre outras dúvidas levantadas
 - (ii) Processo de captação, triagem e investimento

- Solicitar uma explicação sobre o processo (em etapas) de seleção e investimento
 - Captação de investimentos
 - Análise de investimentos
 - Seleção de investimentos
 - Negociação entre a gestora e equipe do projeto

- Pedir para comparar o processo de seleção de empresas com o processo de outras gestoras, inclusive, do exterior
- A partir do detalhamento do processo de captação, triagem e investimento, solicitar um levantamento de critérios de seleção e práticas dos fundos relacionados à busca pelo sucesso em cada investimento individual
- Solicitar uma explicação sobre outras dúvidas levantadas

(iii) Estruturação do fundo

- Solicitar uma explicação sobre a estrutura do fundo e sobre seu processo de estruturação
- Solicitar uma explicação detalhada sobre o processo de montagem da carteira em relação ao direcionamento estratégico dos investimentos
 - Alinhamento estratégico
 - Setor de mercado
 - Territorial
 - Estágio de desenvolvimento da tecnologia, produto, negócio
 - Tamanho das empresas em termos de faturamento e equipe
 - Quantidade mínima, média e máxima dos aportes
 - Algo a mais considerado no alinhamento estratégico da carteira
 - Balanceamento da carteira
 - Risco x retorno
 - Territorial

- Estágio de desenvolvimento da tecnologia, produto, negócio
 - Tamanho das empresas em termos de faturamento e equipe
 - Quantidade dos aportes
 - Algo a mais considerado no balanceamento da carteira
 - Retorno requerido da carteira e de cada investimento individual
-
- Solicitar um levantamento de práticas e fatores que interferem no desempenho dos fundos relacionados a cada um dos tópicos levantados a partir do detalhamento do processo de estruturação do fundo e do direcionamento estratégico da carteira
 - Solicitar um maior detalhamento de práticas e fatores relacionados à constituição da equipe, dos processos gerenciais da etapa de estruturação do fundo e da sua infraestrutura
 - Solicitar um parecer do entrevistado sobre como seria, na visão dele, a estrutura de um fundo *ótimo*, levando em consideração a equipe, os processos gerenciais da etapa de estruturação do fundo e a sua infraestrutura
 - Distribuir uma lista de critério de seleção de investimento identificados na literatura e perguntar se há algo mais que queiram acrescentar ou se há comentários que queiram realizar
 - Solicitar uma explicação sobre outras dúvidas levantadas
-
- (iv) Monitoramento e controle das empresas da carteira
- Solicitar uma explicação sobre o processo de monitoramento e controle das empresas investidas considerando as relações: (i) equipe do fundo – empresas; (ii) equipe do fundo – gestora e investidores

- Solicitar um levantamento de práticas e fatores que interferem no desempenho dos fundos relacionados a cada um dos tópicos levantados a partir do detalhamento do processo de monitoramento e controle das empresas investidas
- Solicitar uma explicação sobre quais são os melhores indicadores de desempenho para serem utilizados na monitoração da carteira, na visão do entrevistado
 - Cada empresa investida
 - Carteira de investimentos como um todo
- Solicitar um parecer do entrevistado sobre como seria, na visão dele, a estrutura ótima de monitoramento e controle da carteira
- Solicitar uma explicação sobre outras dúvidas levantadas

(v) Processo de suporte às empresas da carteira

- Solicitar uma explicação sobre o processo de suporte às empresas da carteira em termos de: (i) suporte ao planejamento; (ii) suporte à estruturação; (iii) suporte à operação
- Solicitar um levantamento de práticas e fatores que interferem no desempenho dos fundos relacionados a cada um dos tópicos levantados a partir do detalhamento do processo de suporte às empresas da carteira
- Solicitar um parecer do entrevistado sobre quais são as práticas e fatores relacionados ao desempenho de cada empresa pela perspectiva do trabalho da equipe interna de cada uma

- Solicitar um parecer do entrevistado sobre como seria, na visão dele, a estrutura ótima relacionada ao processo de suporte às empresas investidas

- Distribuir uma lista de fatores críticos de desempenho de fundos de *venture capital* identificados na literatura e perguntar se há algo mais que queiram acrescentar ou se há comentários que queiram realizar

- Solicitar uma explicação sobre outras dúvidas levantadas

(vi) Processo de desinvestimento

- Solicitar uma explicação sobre o processo de desinvestimento do fundo

- Solicitar um levantamento de práticas e fatores que interferem no desempenho dos fundos relacionados a cada um dos tópicos levantados a partir do detalhamento do processo de desinvestimento do fundo

- Distribuir uma lista de estratégias de desinvestimento e solicitar que façam críticas ou comentários relacionados a cada uma delas

- Solicitar uma explicação sobre como definem a hora certa de desinvestimento de acordo com cada caso

- Solicitar um parecer do entrevistado sobre como seria, na visão dele, um processo ótimo de desinvestimento considerando as práticas ideais para cada caso

- Solicitar uma explicação sobre outras dúvidas levantadas

(vii) Reflexões finais

- Solicitar que o entrevistado sumarize as práticas e fatores críticos de sucesso de um fundo de *venture capital* no Brasil

- Solicitar que o entrevistado faça uma comparação entre o ambiente brasileiro e o de *benchmarks* como os EUA
 - *Status* do mercado para IPOs
 - *Status* da economia, em termos de oportunidades
 - Ambiente regulatório
 - Disponibilidade dos investidores (baseado no histórico, perfil, situação do mercado)
 - Práticas utilizadas nos fundos
 - Demais estratégias utilizadas no desinvestimento dos fundos

- Solicitar uma explicação sobre outras dúvidas levantadas

3. Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual		Explicação Detalhada								Entrevistas								Questionários Respondidos						
		1	2	3	4	5	6	7	8	Soma								E1	E3	E6	E8	Média		
Histórico	Grau de experiência em gerenciamento de negócios									1										2	2	2	2,5	
	Grau de reputação									2										2	2	2	2,5	
	Tamanho e qualidade da rede de contato comercial									2										2	2	2	2,5	
	Tamanho e qualidade da rede de contato profissional									2										2	2	2	2,5	
	Grau de comprometimento e dedicação ao negócio									2										2	2	2	2,75	
	Grau de comprometimento com as normas estabelecidas para o negócio									1										2	2	2	2,75	
	Grau de conhecimento da tecnologia									2										2	2	2	2,75	
	Grau de conhecimento do produto									2										2	2	2	2,75	
	Grau de conhecimento do mercado									2										2	2	2	2,75	
	Grau de conhecimento do negócio									2										2	2	2	2,75	
Conhecimento	Capacidade de prospecção de contatos comerciais									1										2	2	2	2,25	
	Capacidade de prospecção de contatos profissionais									2										2	2	2	2,25	
	Capacidade de utilização de contatos comerciais									1										2	2	2	2,25	
	Capacidade de utilização de contatos profissionais									2										2	2	2	2,25	
Equipe	Capacidade de prospecção e utilização de contatos	Capacidade de análise e projeção de cenários (avaliação de riscos)								2										2	2	2	2,25	
		Capacidade de identificar oportunidades compatíveis com a competência da equipe								2										2	2	2	2,25	
	Capacidade de planejamento	Capacidade de tomada de decisão com enfoque no longo prazo									2										2	2	2	2,25
		Capacidade de execução do planejamento									2										2	2	2	2,25
	Capacidade de execução	Capacidade de lidar com dificuldades									1										2	2	2	2,75
		Capacidade de gerenciar pessoas									1										2	2	2	2,75
	Capacidade de gerenciamento	Capacidade de gerenciar processos									1										5	3	3	3
		Capacidade de transformadora (proposição positiva de mudanças)									3										3	2	3	2,75
	Contexto	Capacidade de adaptação (resposta positiva a mudanças)									2										1	2	2	2
		Grau de multidisciplinaridade									1										1	2	2	2,5
Grau de liderança										1										1	1	1	1,5	
Grau de definição hierárquica										1										1	1	1	1,5	
	Grau de alinhamento de objetivos com os fundos									4										4	3	3	3	

3. Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual		Explicação Detalhada								Entrevistas								Questionários Respondidos							
		1	2	3	4	5	6	7	8	Somma								E1	E3	E6	E8	Média			
Tecnologia/Produto/Processo Produtivo	Grau de inovação																			4	2	2	2	2	2,25
	Grau de inovação em tecnologia																			4	2	2	2	2	2,25
	Grau de inovação em produto																			4	2	2	2	2	2,25
	Grau de inovação em negócio																			1	2	2	2	2	2,5
	Estágio de desenvolvimento																			4	1	3	3	3	2,5
	Potencial de escala bilidade de produção (risco associado)																			3	1	3	3	3	2,5
	Grau de eficácia da proteção intelectual																			2	2	2	2	2	2,5
	Tempo para proteção intelectual																			2	1	2	2	2	1,5
	Grau de viabilidade para atendimento às leis																			2	2	2	2	2	2,75
	Tempo para atendimento às normas																			2	2	2	2	2	2,75
Consumidor	Grau de viabilidade e tempo para atendimento às normas																		2	2	2	2	2	2,25	
	Tempo para obtenção de certificações																		2	2	2	2	2	2,25	
	Potencial de internacionalização das vendas																		4	2	1	3	3	2,25	
	Longevidade do produto no mercado																		1	2	1	3	3	2,5	
	Grau de atendimento à demanda dos potenciais consumidores																		1	3	3	3	3	2,25	
	Grau de amadurecimento do mercado																		2	2	2	2	2	2,5	
	Grau de identificação da demanda de mercado																		2	2	2	2	2	2,5	
	Grau de identificação dos potenciais consumidores																		2	2	2	2	2	2,5	
	Tamanho atual do mercado																		3	2	2	2	2	2,5	
	Grau da curva de crescimento do mercado																		2	2	2	2	2	2,5	
Mercado	Tamanho projetado do mercado																		2	2	2	2	2	2,75	
	Grau da força da concorrência (relacionado ao grau de proteção estimado)																		2	2	2	2	2	2,75	
	Grau projetado da força da concorrência (relacionado ao grau de proteção estimado)																		2	2	2	2	2	2,75	
	Grau de definição dos marcos regulatórios																		2	2	2	2	2	2,75	
	Grau de complexidade dos marcos regulatórios																		2	2	2	2	2	2,75	
Economia	Tendência do mercado																		3	2	1	2	2	2	
	Grau de vantagem competitiva do setor de mercado brasileiro frente a outros países																		1	2	3	3	3	2,75	

3- Fatores Críticos Relacionados a Cada Investimento Individual	Explicação Detalhada	Entrevistas								Questionários Responsáveis								
		1	2	3	4	5	6	7	8	Soma	E1	E3	E6	E8	Média			
Projeto/Negócio	Situação do negócio em termos legais									1								
	Situação do negócio em termos financeiros									2								
	Situação do negócio em termos organizacionais (processos gerenciais)									2								
	Estratégia de desenvolvimento									4								
	Tamanho da empresa									3								
	Qualidade do modelo de negócio									4								
	Qualidade do plano comercial									1								
	Qualidade do planejamento da evolução do negócio									2								
	Potencial de crescimento projetado									4								
	Tempo para adequação inicial (estruturação, início de vendas, aumento de escala de produção ou aumento de escala de vendas, dependendo da característica do fundo)									3								
Análise Financeira	Potencial de retorno sobre o investimento projetado								4									
	Grau de risco do investimento projetado								1									2,25
	Tempo projetado para necessidade de próximo aporte								2									1,5
	Valor projetado de próximo aporte								2									1,75
Saída	Quantidade de oportunidades vislumbradas								4									2,5
	Grau de compatibilidade da estratégia								1									2,5
Acordo	Porcentagem de participação								2									2,25
	Porcentagem de investimento por meio de emissão de notas/agios (caso hip)								2									2,25
	Grau de compatibilidade relacionado a o setor, a região, estágio de desenvolvimento do negócio								4									2,5
	Grau de compatibilidade do valor do aporte								4									2,25
Diretrizes do Fundo	Grau de compatibilidade do tempo projetado para o desinvestimento								1									2,25
	Grau de compatibilidade entre conhecimento técnico da gestora e necessidade vislumbrada								2									2
	Grau de compatibilidade entre conhecimento da gestora sobre o negócio e necessidade vislumbrada								2									2
	Media	62%	18%	34%	17%	9%	34%	16%	28%	218	2,20	2,31	2,49	2,96				

ANEXO

ANEXO A: Lista de Fundos de Participação em Empresas Emergentes regulamentados pela CVM

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	ADMINISTRADOR	DATA	VALOR DO PL (R\$ mil)	Nº DE COTAS
1	AXIS FMIEE	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A.	31/03/2011	4.418,84	541
2	BRASIL 21 FMIEE	DYNAMO V. C. ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA	31/03/2011	2.783,95	4.096
3	CAPITAL TECH INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - FMIEE	INVEST TECH PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS LTDA	31/03/2011	16.836,22	954
4	CRP VI VENTURE - FMIEE	CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES	31/03/2011	50.142,39	2.815
5	EMPREENDEDOR BRASIL FMIEE	BEM DTVM LTDA	31/03/2011	105.857,67	1.560
6	FIPAC- FUNDO DE PARTICIPAÇÕES E CONSOLIDAÇÃO-FMIEE	DGF INVESTIMENTOS GESTÃO DE FUNDOS LTDA	31/03/2011	65.157,50	3.754
7	FMIEE CRIATEC	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A.	31/03/2011	29.667,44	2.040
8	FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA	CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES	31/03/2011	2.456,02	1.200
9	FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA DE SAO PAULO	SP ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS LTDA	31/03/2011	2.831,02	1.200

10	FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA SANTA CATARINA	CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES	31/03/2011	4.074,80	866
11	FMIEE INOVADORAS STRATUS GC III	STRATUS INVESTIMENTOS LTDA	31/03/2011	44.459,89	2.704
12	FMIEE STRATUS GC	STRATUS INVESTIMENTOS LTDA	31/03/2011	12.223,17	2.405
13	FUNDO SC FIEEI	FIR CAPITAL BZPLAN GESTÃO DE INVESTIMENTOS S/A	31/03/2011	138,08	29
14	FUNDOTEC FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA	FIR CAPITAL PARTNERS - GESTÃO DE INVESTIMENTOS S/A	31/03/2011	6.787,91	1.297
15	FUNDOTEC II FIEEI	FIR CAPITAL PARTNERS - GESTÃO DE INVESTIMENTOS S/A	31/03/2011	34.478,96	2.034
16	HORIZONTI FMIEE INOVADORAS	SPE HORIZONTI GESTÃO DE RECURSOS S/A	31/03/2011	858,33	210
17	JARDIM BOTÂNICO VC I - FIEEI	BEM DTVM LTDA	31/03/2011	64.519,02	690
18	LIFE FMIEE	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	31/03/2011	-70,42	822
19	MERCATTO ALIMENTOS FMIEE	BEM DTVM LTDA	31/03/2011	36.456,09	2.165
20	MVP TECH FUND FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS LTDA	31/03/2011	16.089,82	1.275
21	NORDESTE EMPREENDEDOR FMIEE	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM	31/03/2011	4.229,80	2.222
22	NOVARUM FMIEE	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A.	31/03/2011	6.011,90	178
23	PARÂMETRO - FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES	BANCO J. SAFRA S.A.	31/03/2009	12.519,13	568

24	REIF RETURNING ENTREPRENEUR INVESTMENT FUND FMIEE	DGF INVESTIMENTOS GESTÃO DE FUNDOS LTDA	31/03/2011	20.151,26	2.200
25	RIO BRAVO INVESTECH I FMIEE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A.	31/03/2011	3.612,58	400
26	RIO BRAVO INVESTECH II FMIEE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS LTDA	31/03/2011	29.177,21	1.670
27	RIO BRAVO NORDESTE I FMIEE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A.	31/03/2011	11.395,04	936
28	RIO BRAVO NORDESTE II FMIEE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A.	31/03/2011	56.861,13	640
29	SC FMIEE	BANCO FATOR SA	30/06/2008	596,2	413
TOTAL:				644.720,95	--

Fonte - Comissão de Valores Mobiliários (reproduzido em 06/05/2010). Disponível em:

<<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/ListaPLFdoExcvFech/CPublica/ListaPLFdoExcvFech.aspx?TPPartic=72>>.