

**FATORES CRÍTICOS PARA SELEÇÃO DE ENBT'S POR FUNDOS DE VENTURE  
CAPITAL NO BRASIL**

***Bruno França Pádua Coelho***

*E-mail: [deborahsiade@yahoo.com.br](mailto:deborahsiade@yahoo.com.br)*

*Universidade Federal de Minas Gerais*

***Antonio Artur de Souza***

*E-mail: [deborahsiade@yahoo.com.br](mailto:deborahsiade@yahoo.com.br)*

*Universidade Federal de Minas Gerais*

***Déborah Mara Siade Barbosa***

*E-mail: [deborahsiade@yahoo.com.br](mailto:deborahsiade@yahoo.com.br)*

*Universidade Federal de Minas Gerais*

*Artigo Recebido em: 18/01/2016; Aceito em: 29/06/2016*

**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, frequentemente há a necessidade de aporte de recursos financeiros de terceiros durante seu processo de criação e desenvolvimento. Nesse contexto, os venture capitalists, por meio de seus fundos de investimento, podem consistir em importantes financiadores dessas empresas. Assim, o objetivo deste estudo foi identificar e descrever os fatores críticos utilizados pelas gestoras de fundos de VC para a seleção de ENBTs. Por meio de dez entrevistas semiestruturadas realizadas com representantes de gestoras de fundos de VC brasileiros, foram identificados os seguintes FCs relacionados ao processo de avaliação para seleção de ENBTs: (i) equipe (histórico, conhecimento, habilidades, contexto), (ii) tecnologia, produto, processo produtivo, (iii) mercado (consumidor, concorrência, regulação, economia), (iv) projeto/negócio (situação do negócio), (v) análise financeira, (vi) saída, (vii) acordo e (viii) diretrizes do fundo. A principal contribuição deste estudo para a área de investimentos em

ENBTs por meio de fundos de VCs, no Brasil, diz respeito à relevância da equipe que está à frente do projeto. Ficou evidente que as características da equipe são mais decisivas para o processo de seleção de empresas a serem investidas do que a análise financeira das mesmas. A recusa por uma ENBT devido à análise financeira só se mostra proibitiva se a avaliação tiver sido extremamente pessimista ou se tiver sido encontrado gargalo referente aos custos e ao preço de venda do produto.

**Palavras-chave:** Gestoras de fundos de venture capital; Inovação; Processo de seleção de ENBTs.

## ABSTRACT

Technology-based companies (TBCs) are of outstanding importance in the generation and diffusion of innovations. For the beginning or continuation of the activities of these companies to become viable, there is often the need for supply of third party funds. In this context, the venture capitalists, through their investment funds may consist of important financiers of these companies. The objective of this study was to identify and describe the critical factors (CF) used by managers of VC funds for selecting ETBCs. Through ten semi-structured interviews, with managers of Brazilian VC funds, were found these critical factors for selecting ETBCs: (i) team (history, knowledge, skills, context), (ii) technology, product, production process, (iii) market (consumer, competition, regulation, economy), (iv) project/business (business situation), (v) financial analysis, (vi) exit, (vii) deal and (viii) fund guidelines. The main contribution of this study to the area of investments in ETBCs through VC funds, in Brazil, is related to the relevance of the team that is leading the project. It was evident that the team's characteristics are more critical to the business selection process than the financial examination. The refusal by an ETBCs due to financial analysis shows prohibitive only if the assessment has been extremely pessimistic or has been found bottleneck in the costs or the selling price of the product.

**Keyword:** Managers of venture capital funds; Innovation; Selection process of ETBCs.

## 1 INTRODUÇÃO

De acordo com o Manual de Oslo, a inovação tecnológica pode ser conceituada como o desenvolvimento e a utilização de uma nova tecnologia em um produto ou processo produtivo

(inovação radical) ou o aprimoramento da tecnologia existente utilizada (inovação incremental) (OCDE, 1996). Tais inovações podem decorrer de projetos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) de empresas já constituídas no mercado, bem como de projetos de Instituições de Ciência e Tecnologia (ICTs) ou de projetos de pesquisadores autônomos. Geralmente, essas empresas dedicadas ao desenvolvimento de inovações são denominadas empresas de base tecnológica (EBT).

Por sua vez, as empresas criadas a partir de projetos de base tecnológica são denominadas empresas nascentes de base tecnológica (ENBTs). A geração das ENBTs se configura como bastante relevante para o desenvolvimento de regiões e países, pois além de promoverem a transformação de pesquisas em valor econômico, contribuem fortemente para a criação de novos empregos e para a geração de conhecimento científico-tecnológico (SHANE, 2004; ROBERTS, 1991).

Nesse processo de criação e desenvolvimento das ENBTs é frequente a necessidade de aporte de recursos financeiros de terceiros para que o início ou manutenção das atividades da empresa se torne viável, bem como, para a ampliação de seus negócios. Para tanto, uma possível fonte de recursos é representada pelos investidores de risco, os venture capitalists (VCs). Os VCs, em geral, são investidores que aceitam correr riscos maiores, quando comparados aos outros tipos de investidores. Os riscos que assumem são considerados elevados, pois, usualmente, os negócios da empresa investida se encontram em fase incipiente, logo, os aspectos técnicos de sua produção e comercialização ainda estão em fase de ajustes.

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 venture capital 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 sócio-cotista, ou por meio da realização de programas de atração de investimentos externos e, conseqüentemente, de conhecimento a respeito desse mercado (THE ECONOMIST, 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.

Dentre outras maneiras, os VCs realizam investimentos por meio de um veículo de investimento, os fundos de venture capital (VC). Esses fundos são geridos por organizações responsáveis pela seleção de empresas a serem investidas, as quais são selecionadas de acordo com os interesses de portfólio dos fundos. Wright (2006) afirma que ENBTs capazes de obter recursos financeiros provenientes de VCs geralmente têm mais sucesso que as outras. 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 as definidas no planejamento estratégico realizado e se os resultados financeiros apresentados estão de acordo com os eventos ocorridos.

Outro ponto que merece destaque diz respeito ao montante investido, haja vista que grandes investimentos implicam em VCs exercendo 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.

Em tal contexto, o objetivo deste artigo é identificar e descrever os fatores críticos utilizados pelas gestoras de fundos de VC para a seleção de ENBTs. Entende-se que identificar e descrever os fatores críticos contribui para refletir sobre o processo de decisão referente ao investimento, gestão da carteira e desinvestimento realizados pelos VCs e, conseqüentemente, elevar as taxas de sucesso dos investimentos realizados. Além disso, quanto mais recurso financeiro disponível para investimento em ENBTs, mais casos de sucesso podem ser apresentados, impactando positivamente no desenvolvimento da economia brasileira.

Este artigo é dividido em cinco seções. Esta introdução que visa contextualizar os investimentos por meio de VC nas ENBTs. A segunda seção apresenta o referencial teórico que baliza este estudo. Em seguida, são delimitados os procedimentos metodológicos utilizados para a consecução desta pesquisa. Na quarta seção são realizadas discussões dos resultados obtidos e, por fim, são expostas considerações finais, limitações e as proposições para pesquisas futuras.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Empresas Nascentes de Base Tecnológica (ENBTs)

Empresa 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 *et al.*, 1986). A sigla ENBTs advém da expressão New Technology-Based Firms (NTBFs), em inglês. Na literatura sobre as ENBTs, não há consenso a respeito da definição exata da expressão (STOREY; TETHER, 1998). Considera-se ENBTs como EBTs que foram fundadas recentemente. São empresas independentes, novas, atuantes em setores considerados como de tecnologia de ponta, nos quais há relevante destinação de recursos para o setor de P&D e nas quais há utilização ostensiva de mão de obra qualificada, especialmente, engenheiros e cientistas de diversas áreas (STOREY; TETHER, 1998).

A definição de empresa nova também é muito discutida, assim, ao tratar de novas EBTs, no presente estudo, são consideradas aquelas EBTs que ainda têm seus primeiros produtos em desenvolvimento ou em fase de lançamento, ou seja, não têm produtos estabelecidos no mercado, logo, não estão no estado de maturidade (*steady-state*) (KOTLER, 2000). Assim, considerou-se as ENBTs que podem receber investimentos de VCs, ou seja, aquelas que podem ser classificadas como *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), conforme classificação realizada pelo Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP (2008).

No que tange aos recursos financeiros como suporte a ENBTs, a perspectiva adotada no presente estudo é a do investidor. Inerente à perspectiva do investidor, pretendeu-se explorar, especificamente, a linha referente ao estudo de fatores de críticos relacionados ao investimento dos VCs, pois é sabido que, apesar de empreendimentos advindos de projetos inovadores terem efeitos positivo na economia de um país, apresentam taxa de sucesso limitada (SONG *et al.*, 2008). Os autores realizaram estudo em que 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 se mantiveram ativas. Depois de cinco anos, a taxa caiu para 21,9%. Como forma de explicitar o perfil dos empreendimentos de sucesso advindos de projetos inovadores,

alguns estudos foram realizados visando à obtenção dos principais fatores presentes nesse tipo de empreendimento. Por fim, eles compilaram os fatores de sucesso de acordo com o Quadro 1.

**Quadro 1 - Fatores de sucesso no desenvolvimento de ENBTs**

<b>Metafatores</b>	<b>Definições</b>
<b>Mercado e oportunidades</b>	
1-Intensidade de competição	Nível de competitividade no nicho de mercado
2-Dinamismo do ambiente	Diversidade e complexidade percebida no 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 marketing	Nível de abordagem do marketing (variedade)
9-Inovação de produtos	Grau de inovação do empreendimento (variedade)
<b>Equipe empreendedora</b>	
10-Experiência na indústria	Experiência da equipe no mercado
11-Experiência em marketing	Experiência da equipe em marketing
12-Experiência anterior em startups	Experiências anteriores da equipe em outros startups
13-Experiência em P&D	Experiência da equipe em P&D
<b>Recursos</b>	
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 da 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 - adaptado de SONG *et al.* (2008, p. 13)

Os resultados deste estudo apontam oito fatores como homogêneos - aqueles que comprovadamente, de acordo com as amostras utilizadas, são influenciadores do desempenho das empresas - e significantes - aqueles que não dependem do contexto, ou seja, estão presentes como influenciadores do processo de desenvolvimento das empresas em geral (são considerados fatores universais) - 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 - aqueles dependentes da situação ou do contexto do desenvolvimento de cada empresa - 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 se dá por meio do aporte de capital privado do tipo venture capital (VC) ou private equity (PE), logo, se faz importante distinguir essas possibilidades de fontes de recursos, enfatizando as características da primeira, foco deste estudo.

## 2.2 Venture Capital

Venture Capital (VC) e Private Equity (PE) são definidos como segmentos do mercado financeiro que consistem fundamentalmente em aporte temporário de capital a empresas, mediante a aquisição de participação societária (MEIRELLES *et al.*, 2008). O aporte de PE/VC pode ser categorizado de acordo com o estágio de desenvolvimento em que a empresa que o recebe se encontra, no momento em que o recebe (RIBEIRO, 2005). 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 DA FGV-EAESP, 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 *et al.*, 2006).

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). Nesse sentido Davila *et al.* (2003) comprovaram a existência de correlação entre a atividade de investimento de venture capital, em várias etapas, e o crescimento das empresas investidas, logo, há crescimento, tanto antes das rodadas de investimento, quanto após o início do investimento.

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

As atividades de venture capital podem ser divididas, de acordo com Relander *et al.* (1994) em três etapas distintas: (i) busca e avaliação (*screening*) e investimento (*investing*); (ii) acompanhamento ou agregação de valor (*adding value*) e monitoramento (*monitoring*) e (iii) saída (*exit*). 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. O autor 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) sobre a oportunidade em si; (iii) sobre o contexto e (iv) 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: (a) o que eles conhecem; (b) quem eles conhecem; (c) até que ponto são conhecidos.

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.

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 e (v) produto (MACMILLAN *et al.*, 1985; ZUTSHI *et al.*, 1999). MacMillan *et al.* (1985) realizaram estudo em que 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 uma survey com 100 VCs estadunidenses, a conclusão obtida foi 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.

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).

### 3 METODOLOGIA

Esta pesquisa pode ser classificada como exploratória e qualitativa. É considerada exploratória por visar obter uma visão geral acerca dos FCs, com vistas a compreendê-lo de forma aproximativa (GIL, 1999). A coleta de dados foi realizada 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. 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.

Em relação à fonte de dados considerada, foram selecionados gestores de fundos de investimento de VC da rede de contato dos apoiadores da presente pesquisa. Além deles, foram

apuradas as demais gestoras de fundos registrados juntos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É importante salientar que foram abordados apenas os 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 de fundos que não investem em ENBTs não foram contempladas na pesquisa.

A amostra foi selecionada de acordo com os critérios mencionados e com o interesse e disponibilidade dos representantes das gestoras dos fundos para a realização das entrevistas. Assim, trata-se de uma amostragem por conveniência, portanto, não probabilística, ainda assim se apresenta como um procedimento útil, no caso de uma pesquisa de cunho exploratório (COOPER; SCHINDLER, 2003). Foram realizadas 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.

Assim, 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 realizadas por meio de vídeo conferências. As seis entrevistas presenciais foram gravadas com autorização dos participantes das reuniões e tomou-se nota das duas entrevistas realizadas via vídeo conferência. As entrevistas foram gravadas com autorização dos participantes, sob o compromisso de as identidades dos entrevistados serem mantidas em sigilo, portanto, doravante serão tratados como E1, E2, E3, E4, E5, E6, E7, E8 E9 e E10.

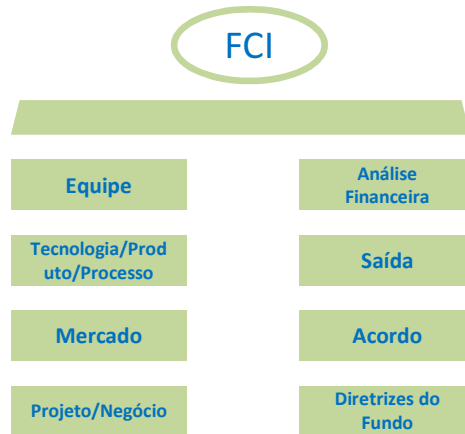
Após a realização das entrevistas, elas foram transcritas. As entrevistas foram analisadas utilizando-se a abordagem qualitativa da análise de conteúdo. Optou-se pela utilização da técnica de análise do conteúdo, pois consiste em técnica que avalia a comunicação e que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens (BARDIN, 2011). Dessa forma, os FCs relacionados aos casos analisados puderam ser extraídos e confrontados a partir do conteúdo das entrevistas que também foram comparados.

#### 4 RESULTADOS

Após a realização e transcrição das entrevistas, foi possível identificar critérios utilizados para a seleção e monitoramento de projetos, denotando as características dos fundos e as práticas relacionadas ao trabalho das gestoras, que podem afetar o desempenho dos fundos e das investidas. Os FCIs, ou fatores críticos relacionados ao desempenho das empresas investidas, são frequentemente encontrados na base teórica sobre VC (LELEUX, 2007). Dessa forma, observou-se que os 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 explícita. Pode-se inferir que é um modo de divulgação indireta de parâmetros relacionados aos processos de triagem dentre outros objetivos, por meio do qual é possível potencializar a eficiência do processo, haja vista a possibilidade de o empreendedor ter acesso a alguns critérios que são levados em consideração e, conseqüentemente, podem elevar as chances de ter seu projeto financiado.

Os itens avaliados pelos investidores podem ser agrupados nos seguintes fatores: (i) equipe (histórico, conhecimento, habilidades, contexto), (ii) tecnologia, produto, processo produtivo, (iii) mercado (consumidor, concorrência, regulação, economia), (iv) projeto/negócio (situação do negócio), (v) análise financeira, (vi) saída, (vii) acordo e (viii) diretrizes do fundo, conforme ilustra a Figura 1.



Fonte: elaborado pelos autores

A equipe que compõe a empresa a ser investida consiste no fator que possui o maior conjunto de FCs citados. Além disso, ela foi tomada por todos como o principal fator avaliado pelos representantes de um fundo ao selecionarem os investimentos. No que tange à equipe são avaliados os seguintes itens: (i) histórico; (ii) conhecimento; (iii) habilidades e (iv) contexto. De acordo com os entrevistados, o histórico da equipe é de grande importância no momento da avaliação, visto possibilitar avaliar o potencial da equipe por meio de dados concretos, contribuindo para a redução 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 e (vi) grau de comprometimento com as normas estabelecidas para o negócio.

O grau de experiência em gerenciamento de negócios pode representar conhecimento adquirido sobre a gestão de negócios e 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 podem 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 grau de comprometimento e dedicação ao negócio 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. 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.

Em relação ao conhecimento da equipe, os avaliadores dos fundos o julgam 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 e (iv) grau de conhecimento do negócio. O grau de conhecimento da equipe sobre a tecnologia e sobre o produto é fundamental para que o negócio seja viável e produzido em escala, pois 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 mercado e do negócio, apesar de a equipe do fundo ter como responsabilidade direta o auxílio à equipe da empresa, no desenvolvimento do negócio, é desejável que os empreendedores possuam alguma competência nesse aspecto.

No que tange ao fator habilidade, os investidores podem avaliá-la 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) e (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 sua utilização com objetivos comerciais ou de agregação de competências à equipe durante o desenvolvimento do negócio, conforme demonstra o trecho da fala do E1: “como o empreendedor vendeu o sonho para o fundo, ele deve fazer a mesma coisa para convencer pessoas boas a trabalharem com ele”.

A capacidade de planejamento é relacionada à capacidade de 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, conforme ilustra o trecho a seguir: “quando acontece algo de errado, ou houve erro no planejamento, ou na execução” (E1). Esse entrevistado afirma que ambos os erros (planejamento e execução) afetam os resultados das empresas investidas, logo, a qualidade da execução do que foi planejado é levada em consideração nessa análise.

A capacidade de gerenciamento de pessoas e processos é considerada durante a análise das ENBTs, pois, usualmente, a equipe empreendedora tem perfil extremamente voltado para a técnica e pode apresentar alguma deficiência relacionada à capacidade gerencial. As capacidades transformadoras e de adaptação são referentes à proposição positiva de transformação e à capacidade de reação positiva a transformações, respectivamente. Tais habilidades foram enfatizadas pelos

entrevistados que as relacionam à capacidade de superação de obstáculos por parte da equipe. É característica das ENBTs não haver histórico relacionado ao desenvolvimento das empresas, logo, é usual o planejamento não ser realizado da maneira adequada ou haver problemas ambientais diversos que afetem seus desempenhos. Nesse contexto, podem ser necessárias mudanças, proativamente proporcionadas pela equipe, durante o desenvolvimento do negócio para que, por meio delas, o desempenho da empresa seja potencializado.

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 e (iv) grau de alinhamento de objetivos com os fundos. O grau de multidisciplinaridade representa como se encontram distribuídas as competências da equipe, considerando as necessárias para o tipo de negócio em questão. 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. O grau de alinhamento com os objetivos do fundo indica o quão próximos são os objetivos traçados pela empresa aos objetivos do fundo.

O fator tecnologia, produto e processo produtivo pode ser considerado um gargalo 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 sua aplicabilidade, 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 e (ix) grau de atendimento à demanda dos potenciais consumidores.

Ambos os graus de inovação em tecnologia e em produto foram citados por metade dos entrevistados. Foram apontados como relevantes, pois representam o grau de diferenciação entre a tecnologia e o produto desenvolvido em relação aos já conhecidos pelo mercado. Essa diferenciação é considerada um atrativo, pois, por meio dela, é possível uma nova solução para uma demanda de mercado. O grau de inovação em negócio, por sua vez, representa uma nova forma de resolver uma demanda de mercado sem que haja diferenciação relacionada à tecnologia ou ao produto. 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. Os estágios de desenvolvimento da tecnologia, do produto e do mercado podem representar um indicador de risco do investimento, haja vista haver um gargalo relacionado ao desenvolvimento da tecnologia, do produto e do processo produtivo, pois quanto mais incipiente em um projeto, maior risco em seu desenvolvimento.

Também ficou evidente nas entrevistas que 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 e também consultam especialistas técnicos no assunto. Quanto ao 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 não possui expressiva participação de mercado, caso um concorrente copie seu produto ou seu processo produtivo, o negócio pode deixar de ser promissor.

De Coster e Butler (2005) classificam a proteção intelectual como uma forma de proteção da vantagem competitiva do negócio, uma forma de proteção se dá por meio de pedidos de patente. O segredo industrial, o registro de marca ou de software, representam outras formas. 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. 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. 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 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 demonstra o trecho da entrevista com o E7: “Temos uma cultura voltada ao atendimento do mercado interno. Se o Facebook fosse desenvolvido no Brasil, talvez nunca tivesse esse sucesso”.

Quando o E2 cita a longevidade do produto no mercado, resalta a importância de se avaliar o quão rápido seria substituído por outro concorrente ou 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. O grau de atendimento da demanda dos potenciais consumidores é referente a quão alinhado o produto está com as reais necessidades dos consumidores, conforme ilustra o trecho a seguir: “Problemas sempre há, mas o mundo nunca deixou de funcionar, não é mesmo?” (E3).

O fator mercado relacionado às empresas investidas, ou a potenciais investidas, também representa um conjunto de fatores muito avaliado pelos VCs. É representado por meio de fatores relacionados a: (i) consumidor; (ii) concorrência; (iii) regulação; (iv) economia. Por meio do estudo do mercado consumidor, o conceito do produto é testado, além de poder ser desenvolvido, de acordo com a característica dos consumidores de cada nicho de mercado a ser atendido. O E3 ressaltou que “Há projetos que estão à frente do seu tempo. Há projetos, entretanto, que devem ser readequados para atender ao mercado”. Por outro lado, E4 explicitou que “há necessidade de se saber mais detalhes sobre quem são e onde estão os potenciais consumidores, pois pode haver questões relacionadas a dificuldades de comercialização para alguns potenciais clientes”.

Segundo E1 e E2, o grau da força da concorrência representa o quão difícil é entrar no mercado, devido à dificuldade de competir com um concorrente já estabelecido. Dificuldades relacionadas à competição em qualidade, preço, marca, marketing ou relacionada a estratégias de entrada. Um concorrente pode exercer pressão de várias formas sobre um novo player, por exemplo, mudando suas políticas de preço para que esse “não aguarde” por muito tempo. E1 e E6 destacam que tanto o grau de definição quanto a complexidade dos marcos regulatórios podem interferir no desenvolvimento de um novo negócio, visto que o atendimento de algumas leis carece de 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.

A situação atual e a projeção da situação da economia, relacionada ao mercado vislumbrado pelos empreendedores, pode ser um indicador de fator crítico de desenvolvimento do negócio. Faz-se necessário investigar as tendências do mercado, tais como 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 explicitado por E3, por meio do exemplo do agronegócio. De acordo com E3, o ambiente interno brasileiro é favorável ao desenvolvimento do agronegócio devido a fatores



como competência e estrutura interna para o seu desenvolvimento, além de o clima e o solo serem favoráveis em determinados casos.

No que diz respeito à situação do projeto e do negócio, a análise dos VCs ao selecionarem as empresas nas quais irão investir, considera FCs como a situação do negócio em termos legais. De acordo com 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 E1 e E7, o negócio pode ser até inviabilizado, além de essa situação ser levada em consideração ao se fazer o valuation da empresa. Também foi ressaltado por E1 e E5 que a situação organizacional da empresa é considerada extremamente importante para agilizar seu processo de crescimento, 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. O estágio de desenvolvimento do negócio, ou seja, seu grau de desenvolvimento enquanto organização foi ressaltado por quatro dos oito entrevistados.

Além de o estágio e o tamanho da empresa terem sido considerados como FCs, eles estão diretamente relacionados ao 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 qualidade do modelo de negócio apresentado, do plano comercial e do planejamento da evolução do negócio ao longo do tempo, bem como, a projeção a respeito do potencial de crescimento do negócio também é avaliada.

A análise financeira é tomada como um suporte à decisão pela realização dos investimentos, apesar de a variação dessas análises não ser fortemente correlacionada à tomada de decisões de investir ou não em empresas em estágios iniciais, conforme E1, E2 e E6. Empresas com análises financeiras consideradas pouco ideais só são eliminadas do processo de investimento se a avaliação tiver sido extremamente pessimista ou se tiver sido encontrado algum gargalo referente aos custos e ao preço de venda do produto. 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. Já o risco, apesar de ser difícil de ser mensurado, deve ser traduzido, por meio de números, nas análises financeiras, conforme avalia E4. O valor da necessidade de um novo aporte e o tempo projetado para

isso, segundo E1 e E6, devem ser monitorados, na etapa de seleção e durante a gestão do fundo, pois, por meio da análise desses FCs, os analistas do fundo podem estimar uma potencial necessidade de um novo aporte.

Os FCs relacionados à saída foram: (i) quantidade de oportunidades vislumbradas e (ii) grau de confiabilidade da estratégia. Cinco entrevistados enfatizaram 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. De acordo com E1, E2, E6 e E7, no que tange às oportunidades vislumbradas para a saída, quando há um bom leque de oportunidades, os riscos são avaliados como menores. Mesmo assim, após ser traçada a estratégia inicial de saída do investimento podem ocorrer mudanças no cenário do negócio que podem implicar na inviabilização da estratégia inicial traçada. Logo, é importante que, desde o início do processo de investimento, já se vislumbrem outras oportunidades de desinvestimento.

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 e (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 sua equipe dará suporte ao negócio, dado um valuation realizado pela equipe do fundo, em conjunto com a equipe empreendedora. E2 e E8 afirmaram ser 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.

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 e (v) grau de compatibilidade entre conhecimento da gestora sobre o negócio e necessidade vislumbrada.

Dois FCs ressaltados por E4 e E8 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 traçar uma análise eficiente sobre o projeto, durante o processo de investimento, conforme ilustra o trecho da entrevista: “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).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente artigo foi identificar e descrever os fatores críticos utilizados pelas gestoras de fundos de VC para a seleção de ENBTs. Verificou-se que os critérios utilizados pelos VCs internacionais no processo de seleção de oportunidades de investimento foram identificados e descritos consoante os autores apresentados no referencial teórico deste estudo.

Foram realizadas entrevistas com dez representantes de seis gestoras de fundos de VC os quais foram selecionados por conveniência. Os itens avaliados pelos investidores podem ser agrupados nos seguintes fatores: (i) equipe (histórico, conhecimento, habilidades, contexto), (ii) tecnologia, produto, processo produtivo, (iii) mercado (consumidor, concorrência, regulação, economia), (iv) projeto/negócio (situação do negócio), (v) análise financeira, (vi) saída, (vii) acordo e (viii) diretrizes do fundo. Algumas das principais dimensões abordadas nos estudos são: (i) equipe empreendedora; (ii) mercado; (iii) produto; (iv) potencial de retorno financeiro do negócio.

A principal contribuição deste estudo para a área de investimentos em ENBTs por meio de fundos de VCs, no Brasil, diz respeito à relevância da equipe que está à frente do projeto. Ficou evidente que as características da equipe são mais decisivas para o processo de seleção de empresas a serem investidas do que a análise financeira das mesmas, contrariando o que se poderia imaginar inicialmente. A recusa por uma ENBT devido à análise financeira só se mostra proibitiva se a avaliação tiver sido extremamente pessimista ou se tiver sido encontrado algum gargalo referente aos custos e ao preço de venda do produto.

É preciso apontar a limitação da amostra não probabilística e, portanto, a impossibilidade de afirmar que a mesma seja representativa da população de gestores de VC do Brasil. Como formas de complementação da presente pesquisa poderiam ser realizadas mais entrevistas ou, até mesmo, uma 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. Análise de conteúdo. São Paulo: Edições 70, 2011.
- BRYMAN, A. Research methods and organization studies. London: Routledge, 1992.
- CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.
- CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL DA FGV-EAESP. Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital, 2008. Disponível em: <<http://www.nsgcapital.com.br/arquivos/PANORAMA%20INDUSTRIA%20BRASILEIRA%20PEVC%202008.pdf>>. Acesso em: 01 maio. 2010.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. Métodos de pesquisa em administração. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.
- DAVILA, A., FOSTER, G., GUPTA, M. Venture capital financing and the growth of startup firms. Journal of Business Venturing, v.18, p.689–708, 2003.
- DE COSTER, R.; BUTLER, C. Assessment of proposals for new technology ventures in the UK: characteristics of university spin-off companies. Technovation, p. 535-543, 2005.
- GIL, A. C. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999.
- KOTLER, P. Administração de marketing: a edição do novo milênio. 10. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2000.
- LELEUX, B. F. The performance of venture capital investments, In: LANDSTRÖM, H. (ed) Handbook of research on venture capital, Cheltenham: Edward Elgar, p.236-252, 2007.
- MACMILLAN, I.C.; SIEGEL, R.; NARASIMHA, P. N. S. Criteria used by venture capitalist to evaluate new venture proposals. Journal of Business Venturing, v. 1, p.119–128, 1985.
- MARCOVITCH, V.; SANTOS, S.A.; DUTRA, I. Criação de empresas com tecnologias avançadas. Revista de Administração, São Paulo, FEA/USP, v. 21, n. 2, abr./jun, 1986.

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

ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). Manual de Oslo. Paris: OCDE, 1996.

RELANDER, K.; SYRJÄNEN, A.; MIETTINEN, S. Analysis of the trade-sale as a venture capital exit route. In: BYGRAVE, M.; HAY, M.; PETERS, J. *Realizing investment value*. London: Pittman Publishing, p.132-196, 1994.

RIBEIRO, L. L. O modelo brasileiro de private equity e venture capital. 2005. 137 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

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

SAHLMAN, W. A. How to write a great business plan. *Harvard Business Review*, v.75, n.4, p98-108, 1997.

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

SONG, M.; PODOYNITSYNA, K.; VAN DER BU, H.; HALMAN, J. I. M. Success factors in new ventures: a meta-analysis. *Product Innovation Management*. v.5, n.1, p.7–27, 2008.

STOREY, D. J.; TETHER, B. S. New technology-based firms in the European union: an introduction. *Research Policy*, v. 26, p.933-946, 1998.

THE ECONOMIST. Fish out of water. 2009. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/14743944>> Acesso em: 01 de mai de 2010.

WRIGHT, M.; LOCKET, A.; CLARYSSE, B.; BINKS, M. University spin-out companies and venture capital. *Research Policy*, v.35, n.4, p.481–501, 2006.

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

ZUTSHI, R. K.; TAN, W. L.; ALLAMPALI, D. G.; GIBBONS, P. G. Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination. *Small Business Economics*, v.13, n.1, p.9–26, 1999.