

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA  
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS

FRANCISCO BERTANI

A TOMADA DE DECISÃO NO INVESTIMENTO EM EMPRESAS DE BASE  
TECNOLÓGICA

Porto Alegre

2015

FRANCISCO BERTANI

A TOMADA DE DECISÃO NO INVESTIMENTO EM EMPRESAS DE BASE  
TECNOLÓGICA

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de mestre pelo Programa de Pós Graduação em Administração, da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Orientador: Dr. Gustavo Dalmarco

Porto Alegre

2015

## Catálogo na Fonte

B536t Bertani, Francisco  
A tomada de decisão no investimento em empresas de base tecnológica / Francisco Bertani. – Porto Alegre, 2015.  
98 f.

Diss. (Mestrado) – Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, Pós Graduação em Administração, PUCRS.

Orientador: Dr. Gustavo Dalmarco

1. Empresas de Alta Tecnologia. 2. Capital de Risco.  
3. Empreendedorismo. 4. Administração de Empresas.  
5. Tomada de Decisão de Investimentos. 6. Empresas de Base Tecnológica. I. Dalmarco, Gustavo. II. Título.

CDD 658.42

### **Bibliotecário Responsável**

Ginamara de Oliveira Lima

CRB 10/1204

## Francisco Bertani

### A Tomada De Decisão no Investimento em Empresas de Base Tecnológica

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração, pelo Mestrado em Administração e Negócios da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Aprovado em 28 de agosto de 2015, pela Banca Examinadora.

#### BANCA EXAMINADORA:



---

Prof. Dr. Gustavo Dalmarco  
Orientador e Presidente da sessão



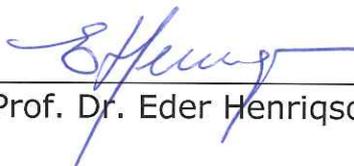
---

Profa. Dra. Denise Lindstrom Bandeira



---

Profa. Dra. Christine da Silva Schroeder



---

Prof. Dr. Eder Henriqson

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, João e Bianca, por todo suporte, incentivo e apoio incondicional que sempre me propiciaram. Não tenho como expressar em palavras a importância de vocês.

A minha irmã, Patrícia, por sempre estar presente.

À minha noiva, Juliana, por todo o carinho e companheirismo durante tantos anos.

Ao meu orientador, Gustavo Dalmarco, pelos ensinamentos, confiança e amizade.

Aos professores e funcionários do Programa de Pós-Graduação em Administração da PUCRS, pelo suporte e apoio.

Aos colaboradores das empresas pesquisadas, pela disponibilidade e abertura a este projeto.

À todos aqueles que tornaram minha caminhada possível, muito obrigado!

## RESUMO

Os principais agentes de mudanças tecnológicas são as novas empresas de setores de alta tecnologia, pois estimulam o desenvolvimento socioeconômico através de produtos e processos inovadores. Ao desafiarem os paradigmas tecnológicos existentes, as Empresas de Base Tecnológica (EBTs) estabelecem novos padrões de concorrência de mercado, disciplinando o comportamento dos atores existentes. Devido à incerteza e assimetria informacional de suas atividades, as EBTs encontram na indisponibilidade de recursos financeiros um limitador para seu desenvolvimento. Para as EBTs, a indústria de *Venture Capital* tem se mostrado como um relevante intermediário financeiro, disponibilizando capital a empresas que de outra maneira teriam dificuldade em obter recursos. O investimento realizado pelas empresas de *Venture Capital* é arriscado, pois apresenta baixa liquidez e é altamente dependente de um pequeno grupo de empreendedores/gestores. A escolha, de qual empresa investir, é um processo complexo com relevante repercussão financeira. Por isso, esta é uma seleção estratégica, envolvendo um processo estruturado de tomada de decisão. Dado este contexto, foi desenvolvida uma pesquisa baseada no método de estudo de casos múltiplos, em que três casos foram analisados através de nove entrevistas semiestruturadas. Os resultados indicam que existe um processo estruturado de tomada de decisão por parte das empresas de *Venture Capital* com cinco principais etapas: origem do negócio, busca de informações, análise, negociação e monitoramento. As empresas de *Venture Capital* realizam tanto prospecção ativa, quanto passiva, sendo as recomendações da rede de relacionamento e o próprio empreendedor importantes fontes de informação. A etapa de análise é a que o *Venture Capitalist* investe mais tempo, sendo quatro principais aspectos avaliados: Mercado, Finanças, Negócio e Pessoas. Dentre os principais critérios considerados para investir, destaca-se empresas baseadas em produto ou serviço inovador, além do perfil e experiência do empreendedor e sua equipe. O *valuation* (determinação do preço justo) das EBTs é realizado utilizando-se a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado. O contrato de investimento entre as duas partes é negociável, no entanto, devido ao papel minoritário assumido pelas empresas de *Venture Capital*, elas possuem cláusulas de proteção que são irredutíveis. Após realizado o investimento é feito um monitoramento com participação ativa do *Venture Capitalist* na empresa investida, a fim de garantir o desenvolvimento dela e um melhor desinvestimento.

**Palavras-Chave:** *Venture Capital*; Capital de Risco; Empresas de base tecnológica; tomada de decisão de investimento; *start-up*.

## ABSTRACT

The main agents of technological change are the new businesses of high-tech sectors, they stimulate socio-economic development through innovative products and processes. In order to challenge existing technological paradigms, the technology-based firms (TBFs) set new market competition standards, regulating the behavior of the existing players. Due to uncertainty and information asymmetry of their activities, TBFs found in financial restriction a limiter to its development. For TBFs, the venture capital industry has been seen as a relevant financial intermediary, providing capital to companies that would otherwise have difficulty obtaining resources. The investment by venture capital companies is risky, because it has low liquidity and is highly dependent on a small group of entrepreneurs / managers. The selection of which company to invest, is a complex process with significant financial repercussions. Therefore, this is a strategic selection, involving a structured decision-making process. Given this context, a research based on the study method of multiple cases was developed, in which three cases were analyzed through nine semi-structured interviews. The results indicate that there is a structured process of decision-making by the venture capital firms with five key steps: business origin, information search, analysis, negotiation and monitoring. The venture capital firms perform both active and passive prospecting, the network recommendations and the entrepreneurial itself, are important sources of information. At the stage of analysis Venture Capitalist invest more time, four main aspects are evaluated: Marketing, Finance, Business and People. Among the main criteria considered to invest, it stands out companies based on innovative product or service and the profile and experience of the entrepreneur and his team. The valuation of TBCFs is performed using the methodology of discounted cash flow. The investment agreement between the two parties is negotiable, however, due to the minority role played by venture capital firms, they have protection clauses that are irreducible. After performing the investment, monitoring is made with active participation of the Venture Capitalist in the invested company in order to ensure the development of it and better divestment.

**Keywords:** Venture Capital; technology-based firms; investment decision making; start-up.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fontes de Financiamento em diferentes estágios de desenvolvimento.....	24
Figura 2 - Ciclo do <i>venture capital</i> .....	31
Figura 3 - Modelo de Investimento dos VCs.....	44
Figura 4 - Processo de tomada de decisão dos VCs .....	45
Figura 5 - Capital comprometido no Brasil (em Bilhões de R\$).....	56
Figura 6 - Investimentos/Produto Interno Bruto.....	57

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 - Níveis de incerteza associados a vários tipos de inovações .....	23
Quadro 2 - Fases do Processo Decisório Estratégico .....	37
Quadro 3 - Rotinas de Suporte ao Processo Decisório Estratégico .....	39
Quadro 4 - Relação entre modelo de tomada de decisão estratégica e de Venture Capital.....	46

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da Indústria norte americana .....	53
--------------------------------------------------------	----

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

<b>ABDI</b>	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BNDESPar</b>	BNDES Participações S.A.
<b>CRP</b>	Companhia de Participações
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>EBITDA</b>	Sigla em inglês para <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> , que traduzido para o português significa: Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA).
<b>EBTs</b>	Empresas de Base Tecnológica
<b>FMIEE</b>	Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes
<b>FIP</b>	Fundos de Investimentos em Participações
<b>IPO</b>	<i>Initial Public Offering</i> , em português Oferta Primária de Ações
<b>SEBRAE</b>	Serviço brasileiro de apoio às micro e pequenas empresas
<b>VCs</b>	<i>Venture Capitalists</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
1.1 Objetivos.....	14
1.1.1 Objetivo Geral .....	14
1.1.2 Objetivos Específicos .....	15
1.2 Justificativa.....	15
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>18</b>
2.1 Empreendedorismo .....	18
2.1.1 Empresas de Base Tecnológica (EBTs) .....	20
2.2 Financiamento de Empresas de Base Tecnológica.....	22
2.2.1 <i>Venture capital</i> .....	25
2.3 Tomada de Decisão .....	31
2.3.1 Abordagem racional da tomada de decisão .....	32
2.3.2 Processo decisório organizacional.....	34
2.3.3 Decisão no contexto de <i>venture capital</i> .....	40
<b>3 MÉTODO DE PESQUISA .....</b>	<b>48</b>
3.1 Caracterização do estudo .....	48
3.2 Unidade de análise.....	49
3.3 Coleta de dados.....	49
3.3.1 Entrevistas .....	50
3.3.2 Análise dos Dados .....	50
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>52</b>
4.1 Origem e situação do <i>venture capital</i> no Brasil .....	52
4.2 Caracterização das empresas .....	57
4.2.1 Alfa .....	57

4.1.2 Beta.....	59
4.1.3 Gama.....	61
4.2 Caracterização do processo de tomada de decisão .....	64
4.2.1 Identificação .....	64
4.2.2 Desenvolvimento .....	71
4.2.3 Seleção.....	75
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>81</b>
5.1 Conclusões.....	81
5.2 Contribuições da pesquisa .....	83
5.3 Limitações .....	84
5.4 Sugestões de pesquisas futuras .....	84

## 1 INTRODUÇÃO

Países desenvolvidos normalmente têm suas economias voltadas para atividades que consigam gerar maior valor agregado. Dentre estas, diversos autores destacam a importância do investimento em inovação tecnológica, uma vez que a melhoria do nível tecnológico é considerada um aspecto fundamental para a criação de vantagens competitivas sustentáveis e para o crescimento econômico a longo prazo (NELSON; WINTER, 1982; SCHUMPETER, 1997; CHOREV; ANDERSON, 2006; MEIRELLES et. al, 2008).

A capacidade da indústria para inovar, porém, não é um processo passível de realização em curto prazo. Necessita de significativos recursos para começar, ser gerenciado e mantido. Schumpeter (1997) coloca a evolução do sistema financeiro de um país como aspecto crucial no processo de facilitar as ondas de inovações que impulsionam o desenvolvimento econômico. Cabe ao sistema financeiro o papel de intermediar recursos entre agentes econômicos superavitários e deficitários. Neste contexto, os agentes do sistema financeiro têm um papel importante na criação e desenvolvimento de novos negócios, pois cabe a eles tomar a decisão de financiar ou não determinado projeto.

O processo de criação e desenvolvimento de novos negócios – empreendedorismo – envolve a identificação de novas oportunidades de mercado (VENKATARAMAN, 1997). Este processo, contudo, envolve ações de risco e incerteza para o empreendedor, pois a maioria das empresas tem uma estimativa de vida menor que a de um ser humano (BESSANT; TIDD, 2009). Como afirma Schumpeter (1961), inovar pode ser considerado como uma questão de sobrevivência, sendo que as empresas sobreviventes são as empreendedoras, capazes de mudar e inovar regularmente.

Um dos fatores que diferenciam as empresas que sobrevivem e as que perecem é a diferença de informações e percepções entre indivíduos, pois alguns reconhecem oportunidades que outros não conseguem perceber (SHANE; VENKATARAMAN, 2000). Assim, idiosincrasias informacionais e de percepção são necessárias para a existência de oportunidades (KIRZNER, 1997). Se o detentor de um recurso possuir as mesmas percepções e informações que um empreendedor, ele tentará capturar o lucro do empreendedor ajustando o preço do recurso até o ponto que o lucro dele seja eliminado (SHANE; VENKATARAMAN, 2000). Da mesma forma, se dois empreendedores possuírem as mesmas informações e percepções, a competição entre eles acabará por eliminar a existência da oportunidade (SCHUMPETER, 1997).

Esta mesma idiossincrasia de percepção e informação, que permite aos empreendedores descobrir oportunidades de lucrar, também é responsável pela criação de assimetrias informacionais entre empreendedores e potenciais investidores, uma das principais dificuldades na decisão destes últimos de financiar ou não uma nova ideia (SHANE; CABLE, 2002). A teoria da assimetria informacional tem suas origens na teoria da agência, que consiste na separação da gestão e do controle do negócio (EISENHARDT, 1989). A teoria da assimetria informacional sugere que o empreendedor muitas vezes possui informação privilegiada em relação ao seu financiador, o que gera dois principais problemas com os quais lidar: o risco da seleção adversa e o risco moral (AMIT; BRANDER; ZOTT, 1998; CUMMING; FLEMING; SCHWIENBACHER, 2006). O risco da seleção adversa é o risco de que informações escondidas, ou ocultas, possam levar a decisões errôneas de investimentos. O risco moral consiste na possibilidade de que o empreendedor aja de forma oportunista, trazendo desvantagens ao financiador (ISAKSSON, 2006). Para o empreendedor é importante considerar que, quanto maior for o nível de incerteza do investidor, maior será o retorno exigido por ele (BETTIGNIES; BRANDER, 2007).

Frente a esta problemática, enquanto as grandes empresas possuem recursos financeiros próprios e acesso facilitado a financiadores, pequenas e médias empresas encontram na indisponibilidade de recursos uma das principais dificuldades para seu desenvolvimento. No caso de pequenas empresas envolvidas com o desenvolvimento de inovações, este processo torna-se ainda mais difícil devido à grande incerteza e assimetria informacional envolvida (BETTIGNIES; BRANDER, 2007; CHOREV; ANDERSON, 2006; COLOMBO; DELMASTRO, 2002). Empréstimos bancários tradicionais feitos a novas empresas, quando ocorrem, geralmente têm taxas de juros elevadas, prazos curtos e garantias reais requeridas. Além disso, as saídas de caixa destinadas ao pagamento de juros, resgates e amortizações são encargos onerosos para empresas jovens, que requerem substanciais influxos de capital durante os estágios iniciais de crescimento (BETTIGNIES; BRANDER, 2007; GOMPERS; LERNER, 2001). Para este tipo de empresa, Gompers e Lerner (2001, p. 145) colocam que a indústria de *venture capital* tem se desenvolvido como um importante intermediário financeiro, “disponibilizando capital a empresas que de outra maneira teriam dificuldade em obter financiamento”.

A expressão *venture capital* é oriunda da língua inglesa. Na maioria das vezes é traduzida para a língua portuguesa como capital de risco e, menos comum, capital empreendedor. Por *venture capital* entende-se uma quantidade de capital que é investida, por profissionais, através de participações em empresas privadas nos seus mais variados estágios

de desenvolvimento. Os investidores se envolvem ativamente na gestão dos empreendimentos financiados, tipicamente fazendo parte do conselho da empresa (SAHLMAN, 1990).

A indústria de *venture capital* desenvolveu procedimentos e práticas que são adequadas para ambientes com alto grau de incerteza e assimetria informacional entre agentes (SAHLMAN, 1990). Estas características são normalmente encontradas no mercado de Empresas de Base Tecnológica (EBTs), que são empresas nas quais os produtos ou serviços são altamente dependentes de aplicação de conhecimento científico ou tecnológico. Hellmann e Puri (2000) vão além e colocam ser amplamente reconhecido que o investimento do tipo de *venture capital* contribui para a força competitiva da economia americana ao promover o desenvolvimento de empresas inovadoras. Este tipo de investimento é especializado em empresas com alto potencial de crescimento, alto risco e que, por suas características de indisponibilidade de fornecer garantias reais ou pagamentos mensais de juros, obtêm financiamento na forma de sociedade (BLACK; GILSON, 1998).

O investimento do tipo *venture capital* é considerado difícil e arriscado, pois apresenta baixa liquidez e é altamente dependente de um pequeno grupo de empreendedores/gestores. Além disso, o alto nível de assimetria informacional na relação entre os *venture capitalists* (VCs) e os gestores da empresa investida possibilita que o último possa ter comportamento oportunista após receber financiamento (GRILLI; MURTINU, 2014). Estas características influenciam diretamente a decisão de investir por parte dos VCs, que são os agentes financiadores de capital de risco. Harrison (1996) ressalta a importância do ato de decidir e salienta que a tomada de decisão é a atividade mais significativa realizada pelos gestores em qualquer organização e em todos os níveis. Por tomada de decisão define-se o momento, dentro de um processo de avaliação de alternativas, no qual o gestor realiza a escolha de um curso de ação que acredite ser o melhor para atingir seus objetivos. Fried e Hisrich (1994) apontam que a escolha de qual empresa investir é um processo complexo com relevante repercussão financeira e por isso, é considerada uma seleção estratégica, envolvendo um processo estruturado de tomada de decisão. Por processo de tomada de decisão, entende-se a identificação de um problema ou de uma oportunidade e a seleção de uma alternativa para resolução (LACHTERMARCHER, 2009).

*Venture capital*, assim como o processo de tomada de decisão nesta área, ainda é um campo incipiente no Brasil, com muito espaço para crescer. Apesar da reconhecida importância desta atividade para a economia, o volume da pesquisa acadêmica aplicada no contexto nacional é baixo, se comparado com o que já foi publicado, tomando por base países da América do Norte, Europa, Ásia e Oceania. Conforme Ribeiro (2005), antes de 2000 não

havia praticamente nenhum estudo aprofundado sobre a indústria brasileira, sendo então ignorada em relevantes estudos internacionais como o *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM).

O primeiro censo brasileiro da indústria de *private equity* e *venture capital* foi publicado por Carvalho et al. (2006), e analisou os mais diversos aspectos desta indústria, abrangendo desde a formação dos fundos até a forma de realização da “saída”, ou desinvestimento, preenchendo uma parte da lacuna que existe quanto a informações acadêmicas que retratem a realidade brasileira. Existem trabalhos que estudaram, dentro do contexto específico das empresas brasileiras, aspectos de como ocorre o processo de avaliação das empresas por parte dos VCs (BRAGA, 2007; MARQUES, 2011), mas há outros estudos que buscam caracterizar as peculiaridades deste segmento no país (RIBEIRO, 2005; CORDEIRO, 2006; PEREIRA, 2007; RIBEIRO, 2010) e também há trabalhos que caracterizam o processo decisório de VCs no exterior, baseados em pesquisas empíricas (TYEBJEE; BRUNO, 1984; HALL; HOFER, 1993); FRIED; HISRICH, 1994). No entanto, não foram encontrados estudos que abordem os aspectos e critérios relativos ao processo de tomada de decisão por parte das empresas de *venture capital* no Brasil e estudos que caracterizem o processo decisório com base na Teoria da Decisão.

Dado este contexto, algumas dúvidas surgem: Como é o processo de tomada de decisão dos VCs? Como os VCs escolhem as empresas para investir? Existe diferença entre os VCs nesta escolha? Quais os critérios adotados por eles?

A partir destes questionamentos, o presente trabalho tem como problema de pesquisa a seguinte questão: Como se dá o processo de tomada de decisão no investimento em empresas de base tecnológica?

## 1.1 OBJETIVOS

Diante da problemática exposta, os objetivos deste estudo são a seguir dimensionados.

### 1.1.1 Objetivo Geral

Caracterizar o processo de tomada de decisão por parte de empresas de *venture capital*.

### 1.1.2 Objetivos Específicos

Com vistas à consecução do objetivo principal, foram definidos os objetivos específicos elencados abaixo:

- identificar como os VCs identificam oportunidades de investimentos;
- observar os critérios considerados pelos VCs no processo de tomada de decisão no investimento em empresas de base tecnológica; e
- comparar o processo de tomada de decisão de diferentes VCs.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

Conforme Damodaran (2009), pode ser clichê dizer que os empreendedores fornecem o combustível para o crescimento econômico, mas também é verdade que economias vibrantes possuem um grande número de novos negócios e ideias de negócios prontos para entrar no mercado. Relatório publicado pela Price Waterhouse Coopers (2013), com a lista das 100 empresas com maior capitalização de mercado do mundo, mostra a Apple em primeiro lugar e o Google em segundo. Além do fato de serem empresas do setor de tecnologia, ambas receberam, no início de suas atividades, financiamento do tipo *venture capital*.

Em 2009, nos Estados Unidos, havia 794 empresas de *venture capital*, que gerenciavam 1.188 fundos de *venture capital*, administrando US\$ 179,4 bilhões em capital comprometido. Essas organizações empregavam aproximadamente 6.828 profissionais (NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, 2010). Ao fim de 2009, o Brasil possuía 116 empresas, gerenciando 239 fundos de *venture capital*, com comprometimentos de capital de US\$ 28,9 bilhões. Essas organizações gestoras empregavam aproximadamente 1593 profissionais (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011b).

Do ponto de vista acadêmico foram encontrados estudos como os de Tyebjee e Bruno (1984), Fried e Hisrich (1994), Kaplan (2000), Shepherd et al. (2003) e Maxwell et al. (2011) que visam compreender e elucidar o processo decisório dos VCs. No entanto, estas pesquisas apesar de tratar sobre processo de tomada de decisão, são baseadas unicamente em dados empíricos, sem utilizar como base a Teoria da Tomada de Decisão. Além disso, Petty e Gruber (2011) apontam a necessidade da realização de mais estudos de caso com vistas a um melhor entendimento do processo de investimento dos VCs como um todo, e Chemmanur e

Fulghieri (2013) apontam a necessidade de se estudar e compreender o setor de *venture capital* em economias emergentes.

Além do baixo nível de desenvolvimento do setor de *venture capital* nacional, o Brasil possui uma economia concentrada na exportação de *commodities* primárias. Conforme dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC, 2013), 46,8% das suas exportações são concentradas nesta área. Para um melhor desenvolvimento e eficiência do sistema econômico, diversos atores – como acadêmicos, políticos e empresários – destacam que novas empresas de base tecnológica desempenham um papel crucial na modernização tecnológica da malha industrial (BERTONI; COLOMBO; GRILLI, 2011).

O entendimento do processo decisório dos VCs é relevante para diversos atores. Para os gestores de políticas públicas se justifica o interesse, visto que Governos têm reconhecido a importância destes investidores e buscam caminhos para encorajar maiores níveis de atividade deste tipo de investimento. Para os empreendedores, é importante entender os tipos de informações que estes investidores buscam e como estas são ponderadas no processo de tomada de decisão para, com isso, estarem mais aptos a apresentar informações relevantes e poder negociar a partir de uma melhor perspectiva (LANDSTRÖM, 2007). Para os VCs, um melhor entendimento de como decidem, e como podem otimizar o processo de tomada de decisão, possibilita o uso mais eficiente de seu tempo e melhores retornos para os investidores (ZACHARAKIS; MEYER, 2000).

Por parte dos empresários, a falta de capital é um dos maiores entraves na busca por sucesso dos novos empreendimentos. Pesquisa publicada pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) (2010) com uma amostra de 2.008 empresas paulistas de um a cinco anos de existência, abertas entre 2003 e 2007, analisou a taxa de mortalidade dessas empresas. Conforme essa pesquisa o número de empresas que encerraram suas atividades chega a 27% no primeiro ano de operação, 37% no segundo, 46% no terceiro, 50% no quarto e 58% no quinto ano de operação. Nesta mesma pesquisa, os empresários tiveram que apontar qual a principal dificuldade enfrentada no primeiro ano de atividade e as empresas encerradas tiveram que apontar qual o principal motivo que as fizeram fechar o negócio. A falta de capital foi o segundo item mais citado em ambas as questões, com 21% e 10% de escolha em cada questão respectivamente.

Esta dissertação é desenvolvida em mais quatro capítulos. No segundo capítulo são apresentados os conceitos referentes a empreendedorismo e seu financiamento, e também sobre tomada de decisão. No terceiro capítulo é delineado o método de pesquisa com a

estratégia adotada nesta pesquisa. O quarto capítulo contempla a análise dos resultados encontrados na pesquisa e no último capítulo são feitas as considerações finais do estudo.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta o referencial teórico que embasa o trabalho. Em um primeiro momento, são revistos conceitos sobre empreendedorismo, sua relevância para o desenvolvimento econômico e o papel das Empresas de Base Tecnológica como agentes de mudanças tecnológicas. Na segunda parte deste capítulo, é abordada a problemática de financiamento para este tipo de empresa e a indústria de *venture capital* como solução para financiamento das EBTs. Na terceira e última parte deste capítulo são delineados os conceitos ligados ao processo de tomada de decisão organizacional, de forma geral, e também, especificamente no setor de *venture capital*. Tais conceitos visam servir de arcabouço teórico para a caracterização do processo de Tomada Decisão no financiamento de Empresas de Base Tecnológica.

### 2.1 EMPREENDEDORISMO

Em sua obra seminal, Coase (1937), ao explicar a natureza das empresas, atribui ao empreendedor o papel de coordenador. De acordo com o autor, é de sua responsabilidade gerenciar recursos, da melhor maneira possível, para que justifique a existência da empresa. Schumpeter (1961) descreve o empreendedor como alguém que combina recursos de maneiras diferentes. Rumelt (2005) amplia esta descrição e define o empreendedorismo como a criação de novos negócios. São considerados novos negócios, para o autor, não a duplicação de um negócio existente, mas sim, os que trazem algum elemento novo. Em uma visão similar, Hitt et al. (2001) definem empreendedorismo como a identificação e exploração de oportunidades ainda inexploradas. Shane e Venkataraman (2000) ressaltam que o empreendedorismo não necessariamente inclui a criação de uma nova empresa. Conforme apontado por Amit, Glosten e Muller (1993), empreendedorismo também pode ocorrer dentro de uma empresa já existente.

Filion (1999) coloca que existem diferentes abordagens ao se referir a empreendedorismo. Conforme o autor, pesquisadores tendem a perceber e definir o campo, usando premissas de suas próprias disciplinas. Duas principais correntes são destacadas: os economistas e os comportamentalistas (psicólogos, psicoanalistas, sociólogos e outros especialistas do comportamento humano).

Com um viés comportamentalista, Stevenson e Jarillo (1990) colocam que empreendedorismo consiste em um fenômeno comportamental no qual indivíduos buscam

oportunidades, independentemente dos recursos que controlam. Miller (1983) destaca três características principais do empreendedorismo, sendo elas: (i) *risk taking*; (ii) proatividade; e (iii) inovação. *Risk taking* diz respeito ao comportamento em relação a aspectos financeiros e corresponde à capacidade do empreendedor em incorrer dívida pesada, ou assumir compromissos de grandes recursos, visando aproveitar oportunidades de mercado para obter altos retornos. Proatividade é definida como a capacidade de tomar iniciativa, antecipando e buscando novas oportunidades. Inovação é a característica do empreendedor em apoiar novas ideias, que possam resultar em novos produtos, serviços ou processos tecnológicos.

Enquanto os comportamentalistas se concentram nos aspectos criativos e intuitivos do empreendedor, os economistas associam empreendedorismo à inovação. Nesta linha, Filion (1999) aponta que foi Schumpeter quem definitivamente lançou o campo do empreendedorismo e o associou de forma clara à inovação. Schumpeter (1997) coloca o aproveitamento de novas oportunidades no âmbito dos negócios como a essência do empreendedorismo. O autor destaca que a atividade empreendedora é sempre relacionada à criação de novas formas de se utilizar os recursos, em que os paradigmas tradicionais são alterados e novas combinações são realizadas.

Estas inovações são definidas por Schumpeter (1961) como o processo de **destruição criadora** e são apontadas como a essência do desenvolvimento econômico. Conforme o autor, o fluxo circular não é o mais importante. O problema relevante não é como os capitalistas administram as estruturas existentes, mas sim, como as criam e as destroem. A partir da ideia de destruição criadora proposta por Schumpeter, Hébert e Link (2006) colocam que são os empreendedores os responsáveis pelo desenvolvimento econômico, visto que promovem o rompimento da economia em fluxo circular para uma economia dinâmica, competitiva e geradora de novas oportunidades. O conceito de destruição criadora é também colocado por Schumpeter (1961) como o impulso fundamental no processo de evolução capitalista. Destruição criadora se refere aos constantes mecanismos de inovações de produtos e processos, em que novas unidades de produção substituem antigas, sendo que o impulso capitalista procede dos novos bens de consumo, dos novos métodos de produção ou transporte, dos novos mercados e das novas formas de organização industrial criadas pela empresa capitalista. O autor coloca que este processo é a base para se entender o capitalismo, e toda empresa capitalista que deseja sobreviver deve entender e conseguir se adaptar a ele. Três principais fatores são apontados pelo autor como fundamento do desenvolvimento econômico: (i) inovações tecnológicas; (ii) crédito bancário; e (iii) empresário inovador. O último é aquele capaz de empreender um novo negócio, mesmo sem ser dono do capital.

Atualmente, os maiores agentes de mudanças tecnológicas e criação de empregos são as novas empresas em setores de alta tecnologia (REVEST; SAPIO, 2010). Ao desafiar os paradigmas tecnológicos existentes, promovem eficiência, de forma dinâmica e disciplinam o comportamento dos atores existentes (BARTELSMAN et al., 2004; REVEST; SAPIO, 2010). Granstrand (1998) ressalta a evolução da ciência e da tecnologia como fator responsável por impulsionar novas oportunidades de negócios e novas necessidades na sociedade. Conforme o autor, estas novas oportunidades de negócios são exploradas pelas Empresas de Base Tecnológica (EBTs) – empresas baseadas no desenvolvimento tecnológico –, que identificam novos mercados e desenvolvem produtos para criar e suprir novas necessidades.

### **2.1.1 Empresas de Base Tecnológica (EBTs)**

A crescente utilização, por empresas, de tecnologia como base para exploração de oportunidades de negócios possibilitou a ascensão das EBTs como relevante subespécie da empresa moderna (GRANSTRAND, 1998). Para Meirelles, Pimenta Junior e Rebelatto (2008), as EBTs são organizações que utilizam, de forma sistêmica, conhecimentos científicos e tecnológicos, e técnicas avançadas ou pioneiras, no desenvolvimento de novos produtos ou processos.

Os objetivos das EBTs são voltados à inovação tecnológica, para que elas possam gerar produtos e serviços diferenciados, que possibilitem elevada valorização do capital nelas investido. Chorev e Anderson (2006) apontam outras características peculiares às EBTs: investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) maior que a média; maior percentual de engenheiros e cientistas empregados; os seus produtos são inovadores e tecnologicamente avançados; são dinâmicas por natureza; e os ciclos de desenvolvimento de produtos são mais curtos.

É amplamente aceito que as EBTs enfrentam desafios maiores que outras empresas (COLOMBO; DELMASTRO, 2002). Para Yli-renko, Autio e Sapienza (2001) o desenvolvimento e o crescimento das EBTs são particularmente dependentes de inovação, combinando o conhecimento específico da própria empresa com o de parceiros externos, pois EBTs são limitadas financeiramente e dependem da constante renovação do conhecimento para crescer e sobreviver. Já Onetti et al. (2010) relacionam o desafio de crescer das EBTs à característica de seus produtos e/ou processos serem intensos em inovação e por estarem em um ambiente no qual o processo de internacionalização ocorre de forma rápida e em empresas ainda jovens. Neste contexto, os autores ressaltam diversos desafios que as EBTs devem

lidar e consideram as EBTs como jovens empresas que desenvolvem uma nova plataforma tecnológica, e simultaneamente, estão envolvidas em diversas atividades. Elas buscam estabilidade e crescimento, ao mesmo tempo em que buscam comercializar uma nova tecnologia para potenciais novos mercados e desenvolver capacidades internacionais que possibilitem competir, com quem for, em uma indústria global.

Comunidades ao redor do mundo buscam maneiras de encorajar e oferecer suporte ao desenvolvimento destes novos negócios, de forma a fomentar o desenvolvimento econômico e a criação de empregos (ISABELLE, 2013). Um mecanismo encontrado e amplamente aceito têm sido as incubadoras e aceleradoras de negócios. De acordo com a autora, empreendedorismo tecnológico dificilmente conseguirá obter sucesso de forma isolada e, cada vez mais, ocorre em redes de relacionamento interligadas de parceiros de negócios e outras organizações. Para empreendedores que enfrentam dificuldade para acessar o ecossistema de negócios, incubadoras e aceleradoras fornecem um mecanismo de suporte que possibilita o acesso a parceiros e recursos.

Uma incubadora é um escritório – ambiente de negócios – compartilhado, que busca fornecer às empresas incubadas assessoria e monitoramento estratégico, de forma a agregar valor a seus negócios (HACKETT; DILTS, 2004). Do ponto de vista conceitual, incubação busca efetivamente relacionar tecnologia, capital e conhecimento. O objetivo é alavancar o talento empreendedor, acelerar o desenvolvimento de novas empresas, e assim, acelerar a exploração da tecnologia (GRIMALDI; GRANDI, 2005).

Um novo modelo de incubação é apontado por Bosma e Stam (2012), que são as Aceleradoras. Elas possuem diversas similaridades com as incubadoras tradicionais, sendo que, para ambas, o objetivo principal é auxiliar novos empreendimentos no seu estágio inicial. No entanto, existem diferenças como no período de incubação: os programas das aceleradoras são de curta duração (três a doze meses), ao contrário dos programas das incubadoras que podem durar diversos anos (um a cinco anos). Estas duas modalidades também divergem no modelo de negócios: enquanto as incubadoras normalmente são sem fins lucrativos e cobram somente um aluguel das empresas incubadas, as aceleradoras funcionam como um VCs, financiando as empresas incubadas, em troca de sociedade (COHEN, 2013).

Ter acesso a capital financeiro é colocado por Hitt et al. (2011) como sendo de extrema relevância. Os autores ressaltam que o capital financeiro é necessário para o empreendedor, e em muitas vezes, é crucial para adquirir ou criar os recursos necessários para explorar uma oportunidade. Chaddad e Reuer (2009) apontam que as EBTs que possuem

sólida situação financeira em seus estágios iniciais, têm maiores chances de sobreviver, crescer e ter um desempenho melhor.

## 2.2 FINANCIAMENTO DE EMPRESAS DE BASE TECNOLÓGICA

A função primária de um sistema de financiamento para EBTs é de fornecer recursos financeiros que possibilitem estas empresas trazerem seus negócios ao mercado, na expectativa de conseguir gerar retornos sobre os investimentos realizados (WHITE; GAO; ZHANG, 2005). O mercado e os intermediários financeiros determinam a taxa e direção das mudanças tecnológicas ao escolher de que forma alocar os recursos entre as empresas (REVEST; SAPIO, 2010). Conforme Schumpeter (1997), bancos e mercados financeiros exercem um papel essencial, como “ponte” ou “facilitador” dos esforços inovativos feitos pelos empreendedores. Revest e Sapio (2010) salientam que a efetividade dos intermediários financeiros em desempenhar esta função encontra um limite na opacidade informacional de novas empresas envolvidas com P&D e alta tecnologia, caracterizadas pela dificuldade de prever os retornos e pela necessidade de contínuo monitoramento.

De acordo com Bettignies e Brander (2007), os empreendedores que necessitam de financiamento têm uma decisão importante a tomar, ainda em seus primeiros estágios de desenvolvimento. Eles podem escolher entre o financiamento bancário tradicional ou financiamento do tipo *venture capital*. Enquanto que o primeiro normalmente é concedido na forma de empréstimo, no qual a empresa adquire um passivo a ser pago, no segundo ocorre o aporte de capital e a concessão de participação societária. Conforme os autores, outra diferença importante entre os dois é que, ao contrário do financiamento bancário, os VCs geralmente fornecem auxílio gerencial e se envolvem ativamente na gestão da empresa. No entanto, este “esforço” despendido pelos VCs não é algo que possa ser legalmente verificado, o que cria a possibilidade de um problema de risco moral, no qual o empreendedor pode achar que o VCs está se esforçando pouco. Por outro lado, o empreendedor também fornece esforço que não é passível de verificação, e então, também está sujeito a enfrentar problemas de risco moral. No empréstimo bancário tradicional, o empreendedor mantém o controle total da empresa, evitando a diluição do esforço do empreendedor, no entanto nesta modalidade o é privado as contribuições gerenciais fornecidas pelos VCs.

Apesar desta importância de capital às EBTs, há falhas de mercado que as impossibilitam de ter justo acesso a recursos chave, especialmente financeiros. É argumentado que os bancos, geralmente, não possuem a *expertise* técnica necessária para

avaliar a qualidade de um novo negócio em um setor de alta tecnologia. Além disso, as novas empresas não possuem histórico disponível no qual os bancos possam basear suas decisões de empréstimos, o que pode levá-los a considerar estes projetos como sendo muito arriscados (COLOMBO; DELMASTRO, 2002). Em visão similar, Choev e Anderson (2006) apontam outras dificuldades que estas empresas têm em obter credibilidade, devido ao fato de que, muitas vezes, a tecnologia da empresa ainda está em desenvolvimento, sua aplicabilidade nem sempre é clara e seu mercado de atuação pode não estar consolidado ainda.

A dificuldade em obter recursos é associada por Christensen (1992) à incerteza inerente às atividades das EBTs. Duas principais dimensões merecem destaque: a incerteza de mercado e a incerteza técnica. A primeira está associada ao sucesso ou insucesso de uma inovação (processo de seleção pelo mercado), enquanto que a segunda é relacionada ao risco técnico de desenvolvimento de novos processos ou produtos. A implementação de inovações tecnológicas decorre de diferentes atividades inovativas, como, por exemplo, P&D, aquisição de máquinas e equipamentos visando a produção ou melhoria de novos produtos e/ou processos, e cada atividade inovativa apresenta um nível diferente de incerteza (MEIRELLES; PIMENTA JUNIOR; REBELATTO, 2008).

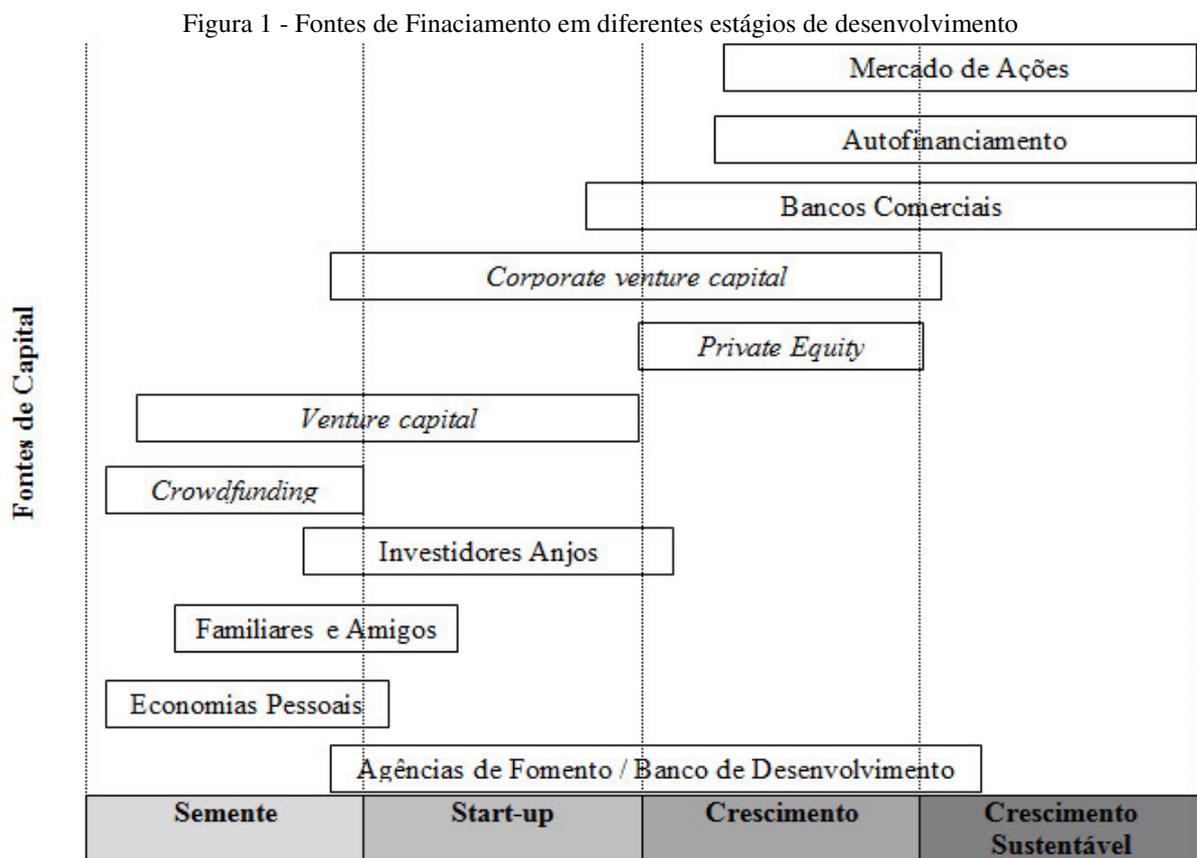
Para Freeman e Soete (2008) a incerteza pode ser dividida em seis níveis, cada um associado a diferentes tipos de atividades inovativas. Estes níveis de incerteza, em ordem decrescente, vão da pesquisa básica até a realização de pequenos melhoramentos técnicos, conforme apresentado no Quadro 1. Normalmente, as inovações realizadas nas EBTs se encontram nos níveis de incertezas mais altos.

Quadro 1 - Níveis de incerteza associados a vários tipos de inovações

<b>Nível de incerteza</b>	<b>Tipo de inovação</b>
Incerteza real	Invenção fundamental; e Pesquisa básica.
Incerteza muito alta	Inovações de produto e de processo radicais realizadas fora da empresa.
Incerteza alta	Inovações de produto relevantes; e Inovações de processo radicais na própria empresa ou em seu contexto.
Incerteza moderada	Novas gerações de produtos existentes.
Incerteza baixa	Inovações licenciadas; Imitação de inovações de produto; Modificações de produto ou processo; e Adoção precoce de processos já existentes.
Incerteza muito baixa	Diferenciação de produto; Inovação em produtos existentes; Adoção tardia de inovações de processo já existentes; e Pequenos melhoramentos técnicos

Fonte: Freeman e Soete (2008)

Na Figura 1 são apresentadas as principais fontes de financiamento das empresas em seus diferentes estágios de desenvolvimento. A evolução das empresas se dá através da sucessão de diversos estágios, e em paralelo, ocorre o desenvolvimento de suas necessidades financeiras. O momento em que uma empresa pode ser classificada em um estágio específico varia muito de empresa para empresa e a “linha” divisória entre os estágios nem sempre é clara. Mesmo assim, o estágio de desenvolvimento em que se encontra a empresa influencia fortemente o tipo e quantidade de capital disponível (ROBERTS, 1990).



#### Estágio de desenvolvimento da Empresa de Base Tecnológica

Fonte: adaptado de Roberts (1990)

Em consonância com os apontamentos de Christensen (1992), verifica-se que as empresas que se encontram em estágios de desenvolvimento que apresentam menores riscos, como nos estágios de Crescimento e Crescimento Sustentável, possuem volume maior de crédito disponível para se financiar em relação às empresas que estão em estágios mais iniciais, como o de Semente e *Start-up*. Gompers e Lerner (2001) apontam que, tendo em vista as características de alto nível de incerteza, os poucos ativos tangíveis, a assimetria

informacional e os mercados em rápida transformação, o ambiente das EBTs é propício ao investimento do tipo de *venture capital*.

### 2.2.1 *Venture capital*

*Venture capital* é definido como uma quantidade de capital que é investida, por profissionais, através de participações em empresas (SAHLMAN, 1990). Este tipo de investimento é especializado em empresas com alto potencial de crescimento, alto risco e que por suas características de indisponibilidade de fornecer garantias reais ou pagamentos mensais de juros obtêm financiamento na forma de sociedade (BLACK; GILSON, 1998).

*Venture capital* tem desempenhado papel relevante nos mercados financeiros como intermediário, provendo capital a empresas com dificuldade de conseguir financiamento (GOMPERS; LERNER, 2001). Hellmann e Puri (2000) vão além e colocam que é amplamente reconhecido que *venture capital* contribui para a força competitiva nacional ao promover o desenvolvimento de empresas inovadoras.

Alguns autores distinguem *venture capital* de *private equity*. Conforme Landström (2007), os diferentes estágios de financiamento são utilizados para diferenciar *venture capital* e *private equity*. *Venture capital* é primeiramente dedicado à participação acionária em empresas jovens e com alto potencial de crescimento, normalmente situadas nas duas primeiras etapas da Figura 1. Já *private equity* é o investimento que vai além do *venture capital*, cobrindo empresas em estágios mais avançados, normalmente contempladas no estágio de Crescimento apontado na Figura 1. Nesta dissertação a referência a *venture capital* é utilizada conforme a proposta de Sahlman (1990), Gompers e Lerner (2001) e Cornelius e Persson (2006), em sua forma ampla, para caracterizar toda a indústria, pois de acordo com os autores, as fronteiras entre o que é *venture capital* e o que é *private equity* nem sempre são claras.

Estudos apontam que empresas financiadas por *venture capital* conseguem trazer seus produtos mais cedo para o mercado (HELLMANN; PURI, 2000), desenvolvem rotinas confiáveis mais rapidamente (HELLMANN; PURI, 2002) e geralmente possuem taxas de empregabilidade e de vendas maiores que as de outras empresas (ENGEL; KEILBACH, 2007; JAIN; KINI, 1995). Além disso, regiões com maior volume de investimentos feitos por *venture capital* possuem maior natalidade de empresas (POPOV; ROOSENBOOM, 2013; SAMILA; SORENSON, 2009).

Os gestores dos fundos de *venture capital* diminuem os riscos dos empreendimentos financiados ao propiciar a profissionalização da gestão do negócio, ampliação da rede de relacionamentos, práticas de governança corporativa, possibilidade de ganhos de escala, abertura de canais de crédito e aproveitamento de atividades complementares de outras empresas que receberam aporte de capital do fundo. Considerando a perspectiva da empresa investida, o aporte de capital do tipo *venture capital* pode ser considerado como sendo um financiamento de longo prazo, sem exigências de garantias e pagamentos de juros (diferentemente dos financiamentos tradicionais). Na perspectiva do investidor, o investimento em *venture capital* é considerado de alto risco, pois tem baixa liquidez, visto que o resgate ou o desinvestimento não é feito a qualquer momento a um preço justo, e há o risco da empresa que recebeu aporte de capital não se valorizar como o esperado (MEIRELLES; PIMENTA JUNIOR; REBELATTO, 2008).

Os principais participantes da atividade de *venture capital* são os investidores, as organizações gestoras, os veículos de investimentos e as empresas investidas (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006; MEIRELLES; PIMENTA JUNIOR; REBELATTO, 2008). A atividade de *venture capital* se inicia com a **captação de recursos** pela organização gestora, uma empresa que possui capital (limitado) e busca investimentos de alto risco/retorno. Esta empresa capta dinheiro com investidores para utilizar em seus veículos de investimentos, muitas vezes um fundo de investimento específico, também conhecido como Fundo de *private equity*. Após, as organizações gestoras buscam no mercado empresas com perfil e necessidade para receber **investimento**. As empresas selecionadas recebem o financiamento, por parte dos veículos de investimento, e suporte técnico das organizações gestoras. A última etapa consiste no **desinvestimento**, por parte das organizações gestoras, e retorno do capital aos investidores (GANZI; SEYMOUR; BUFFET, 1998; GOMPERS; LERNER, 2001).

#### 2.2.1.1 Captação de recursos

Na fase de captação as organizações gestoras buscam investidores potenciais para aportar dinheiro em seus veículos de investimento. Usualmente, estas organizações emitem um prospecto com informações básicas sobre o veículo, o valor da captação almejada, tese de investimentos, foco setorial, estágio das futuras empresas em portfólio e outros (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011a).

Os investimentos em empresas de *venture capital* têm sido altamente voláteis desde a década de 1970 (GOMPERS; LERNER, 2001). Conforme os autores, variações fiscais sobre

estes investimentos têm sido objeto de extensa pesquisa para explicar esta situação. Mesmo que os investidores que aportam a maior quantidade de capital sejam isentos, ou não influenciáveis por variações fiscais, pesquisas apontam que menores impostos sobre lucros exercem forte relação positiva com a quantidade de dinheiro investida no setor. O impacto de incentivos fiscais não se dá necessariamente nos fornecedores de capital, mas também, de forma a incentivar empregados a virarem empreendedores, levando-os a demandar financiamento para suas atividades.

Black e Gilson (1998) associam o tamanho da indústria de *venture capital* ao nível de desenvolvimento do mercado de capitais do país. Conforme os autores, um mercado de capitais vibrante é essencial para que novas empresas possam emitir ações, o que incentiva a abertura de novos empreendimentos e, conseqüentemente, a demanda por financiamento do tipo de *venture capital*.

Um dos aspectos mais importantes na fase de captação é o entendimento das condições que governam a relação entre os investidores e os VCs (GOMPERS; LERNER, 2001). Os veículos de investimentos são estruturados de forma que os interesses dos empreendedores, dos gestores e dos investidores sejam alinhados de modo contratualmente definido entre as partes (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011a). Um dos tipos de estrutura organizacional mais utilizada no mundo para regular a relação entre investidores e VCs é a *limited partnership*. Neste tipo de estrutura a organização gestora assume o papel de um sócio-administrador (*general partner*), e os investidores (*limited partners*) no veículo possuem distanciamento da gestão do veículo de investimento e não assumem responsabilidade legal sobre os passivos que ultrapassem o valor do capital investido. A relação entre os investidores e os gestores de recursos é feita em bases contratuais que procuram garantir o alinhamento de interesses (SAHLMAN, 1990; GULER; GUILLÉN, 2009).

No Brasil as normas que regulam esta relação são estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nas Instruções CVM 209 e 391, respectivamente instituindo os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), e instituindo os Fundos de Investimentos em Participações (FIP). Estas instruções foram criadas para suprir a ausência da figura do *Limited Partnership* na legislação brasileira; elas possuem natureza eminentemente contratual e conferem liberdade entre as partes e dispõem sobre a participação dos gestores no processo decisório de companhias investidas abertas ou de capital fechado, sem limite de faturamento. Estas instruções também fazem a diferenciação entre classes de cotas; dispõem sobre o funcionamento de comitês de investimento, comitês técnicos e

conselhos consultivos (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011b).

Outras estruturas que regulam esta relação são: **Investimento Direto**, **Empresas de Participação (Holding)** e a **Divisão de empresa não financeira (Corporate Venture)**. No **Investimento Direto**, não é feita a segregação entre o investidor e o veículo de investimento, o gestor de investimento atua com as normas definidas e ferramental de um gestor de *venture capital*, mas ele não administra recursos de terceiros para investimento nas empresas de seu portfólio. As **Empresas de Participação (Holding)** são similares ao caso anterior, com a diferença que a organização gestora realiza seus investimentos por meio de uma empresa de participações e pode ter na sua estrutura acionária vários participantes distintos (investidores). Na **Divisão de empresa não financeira (Corporate Venture)** ocorre o investimento por parte de uma subsidiária ou grupo econômico em negócios não pertencentes aos segmentos foco destes (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011a).

#### 2.2.1.2 Investimento

Após a etapa de captação de recursos, os VCs devem identificar oportunidades de investimentos, estruturar e executar acordos com empreendedores, monitorar os investimentos e alcançar retorno sobre o capital investido (SAHLMAN, 1990).

Duas situações devem ser consideradas pelos empreendedores ao avaliar a melhor maneira de captar recursos financeiros. Se a empresa capta recursos concedendo participação a investidores externos (como usualmente acontece no caso de *venture capital*), o gestor da empresa tem incentivos para realizar gastos desnecessários, como um escritório luxuoso, por exemplo. O incentivo ocorre devido ao fato de que o empreendedor, que passa grande parte do dia no escritório, se beneficia de forma desproporcional desta situação, em comparação com os sócios externos, que praticamente não usufruem do escritório, sem precisar arcar integralmente com os custos. De forma similar, se a empresa capta recursos pela aquisição de dívidas, como ocorre nos empréstimos bancários, por exemplo, o gestor tem incentivos para aumentar o risco do negócio a níveis indesejáveis, pois ele se beneficia totalmente dos lucros podendo dividir o risco. As incertezas, pelo fato de não poder prever de forma confiável os resultados e esforços do empreendedor, dificultam a elaboração de um contrato que regule o financiamento do empreendimento (GOMPERS; LERNER, 2001) e incentivam o VCs a se envolver ativamente no dia a dia do negócio (SAHLMAN, 1990).

Uma mesma empresa de *venture capital* pode gerenciar mais de um veículo de investimento, cada um com uma estrutura específica, como um *limited partner* separado. Normalmente uma mesma empresa de *venture capital* investe nos mais variados setores e indústrias (JENG; WELLS, 2000), no entanto Gompers, Kovner e Lerner (2009) apontam que VCs generalistas tendem a ter um desempenho inferior aos que se especializam em uma área específica.

Os VCs, além de financiar, possuem também papel de agregar valor às empresas investidas (CASAMATTA, 2010). Conforme a autora, existem evidências na literatura para explicar o desempenho superior das empresas financiadas por VCs. A primeira razão é relacionada ao **papel de seleção** dos VCs, que analisam cuidadosamente e selecionam os melhores projetos possíveis e, ao manter somente os melhores projetos, os investimentos do tipo de VC conseguem atingir um retorno superior em relação a outros tipos de investimento. Kaplan e Strömberg (2004) apontam que, primeiramente na fase de seleção, os VCs buscam medir de forma precisa todos os tipos de riscos envolvidos no negócio. Com isso, três principais fontes são identificadas pelos autores: (i) os riscos relacionados aos fatores internos da empresa, como qualidade de gestão, histórico de desempenho, valor da empresa, gestão dos custos, ou seja, fatores relacionados à qualidade de gestão da equipe; (ii) os riscos externos, como tamanho do mercado, condições de desinvestimento e concorrência; e (iii) os riscos relacionados à complexidade do projeto, que refletem a dificuldade de execução ou implementação da tecnologia ou da estratégia de negócios.

Casamatta (2010) aponta o papel de **monitorar** e **assessorar** como a segunda forma com que os VCs agregam valor às empresas investidas, sendo estas atividades feitas após a realização do investimento. Enquanto o monitoramento se refere ao controle exercido pelo VCs nas ações do empreendedor, a assessoria é vista como uma atividade de apoio ao gestor.

A presença de VC incentiva estratégias inovadoras ao reduzir o tempo que a empresa leva para colocar o produto no mercado (HELLMANN; PURI, 2000). Hellmann e Puri (2002) apontam que os VCs alternam os papéis de monitoramento e assessoramento conforme a situação da empresa. Conforme os autores, VCs fornecem maior apoio ao gestor quando os negócios vão bem, exercendo nesta situação papel de assessorar, mas se os negócios não vão bem, podem incentivar a sua saída, exercendo o papel de monitorar. Este intervencionismo ativo não é homogêneo entre os VCs; de acordo com Bottazzi e Rin (2002), a estrutura e a forma do veículo de investimento utilizado pelo VCs, assim como o seu capital humano, são determinantes em sua atividade de apoio. Quanto mais independente e experiente for o VCs, maior tende a ser o seu envolvimento ativo na empresa financiada.

### 2.2.1.3 Saída do investimento (desinvestimento)

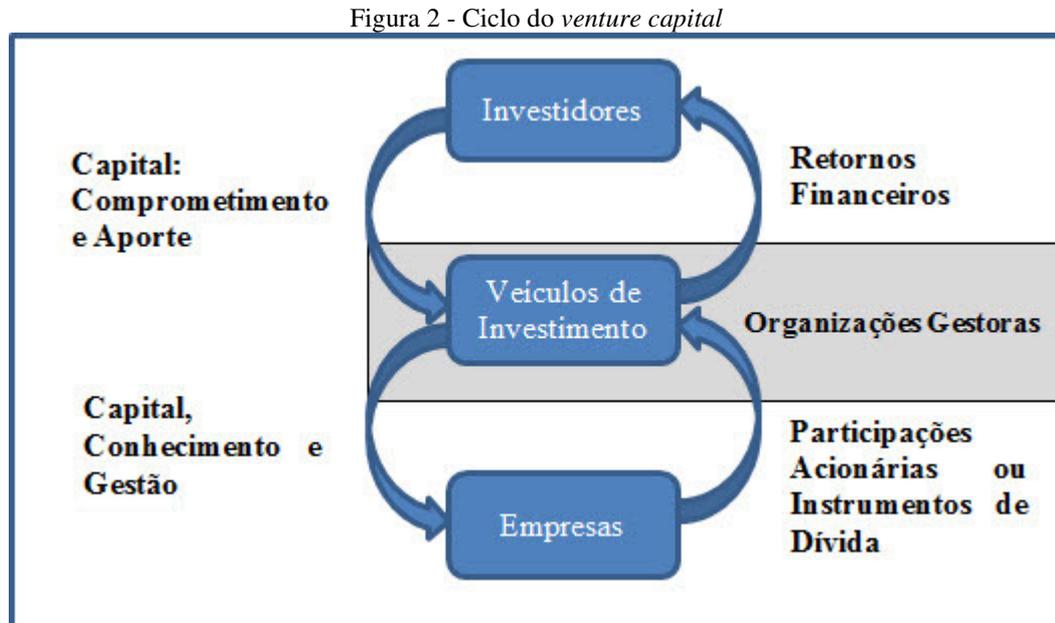
O aporte de capital do tipo de VC, normalmente, tem uma duração que varia de quatro a sete anos. Neste período, a maioria das empresas investidas por VCs não geram lucros e nem pagam dividendos, por isso a saída, ou desinvestimento, é o primeiro momento no qual os VCs podem obter um retorno positivo de seu investimento (SCHWIENBACHER, 2008).

Existem cinco principais modalidades de saída para a organização gestora: (i) venda a compradores estratégicos; (ii) Oferta Primária de Ações (IPO); (iii) venda secundária (*secondary sale*); (iv) recompra (*buyback*); e (v) venda de ativos (*Write-off/down*). Na venda a compradores estratégicos, geralmente, a empresa investida é adquirida por um grupo ou conglomerado de maior porte que visa integrar vertical ou horizontalmente a nova empresa. No IPO, a empresa passa a ser listada em bolsa de valores. Na venda secundária, a Organização Gestora comercializa sua participação, transferindo os direitos e deveres advindos da participação na empresa para o comprador. *Buyback* é a recompra de participação por parte do empresário ou empreendedor. *Write-off/down* é a liquidação total dos ativos da empresa, significando a descontinuação das operações (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011a).

As duas principais saídas são a venda a compradores estratégicos e a que tipicamente é a saída mais rentável, a IPO na bolsa de valores (GOMPERS; LERNER, 2001; MEIRELLES; PIMENTA JUNIOR; REBELATTO, 2008; SCHWIENBACHER, 2008). Na venda a compradores estratégicos, tanto o VCs quanto o empresário vendem suas participações para a empresa adquirente e o empreendedor deixa de ser o diretor da empresa (CUMMING, 2007). Ao contrário desta, o IPO a mantém independente e permite que o empreendedor mantenha o controle de sua empresa após a saída do VCs. Dessa forma, muitos empreendedores preferem o IPO, pois querem se manter no controle da empresa, o que, em alguns momentos, pode levar a um conflito de interesse entre o VCs e o empreendedor sobre qual estratégia adotar (SCHWIENBACHER, 2008).

Diversos autores citam que, para evitar estes problemas, arranjos contratuais são amplamente utilizados pelos VCs, de forma a explicitamente conceder o direito a eles de intervir na decisão de saída. Geralmente estes direitos permitem ao VCs forçar a saída e assim evitar ficar a obrigação de continuar como sócio da empresa em caso de desacordo com o empresário (KAPLAN; STROMBERG, 2003; CUMMING; FLEMING; SCHWIENBACHER, 2006; BIENZ; HIRSCH, 2012).

A Figura 2 apresenta o Ciclo do *venture capital* que sintetiza as principais etapas da atividade e as relações que ocorrem com os quatro principais participantes da atividade de *venture capital* (investidores, organizações gestoras, veículos de investimento e empresas investidas).



Fonte: extraído de Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (2011b).

A avaliação das oportunidades de investimentos, realizada pelos VCs, é colocada como sendo a atividade mais importante do Ciclo do *venture capital* (FRANKE; HENKEL, 2008). Fried e Hisrich (1994) vão além e apontam a tomada de decisão como um aspecto central em todas as etapas da atividade de *venture capital*, visto que decisões tomadas em qualquer estágio do processo exercem influência em todos os demais.

### 2.3 TOMADA DE DECISÃO

O campo da tomada de decisão engloba saberes de diferentes áreas, como matemática, sociologia, psicologia, economia e ciência políticas. Na filosofia busca-se compreender o que uma decisão pode revelar sobre alguém ou seus valores. Na história se estuda a decisão tomada nos momentos críticos pelos líderes. Já na administração se observa um viés mais prático, pois se busca ajudar o administrador a obter os melhores resultados (BUCHANAN; O'CONNELL, 2006).

Tomada de decisão pode ser definida como o processo de identificação de um problema ou de uma oportunidade e a seleção de uma alternativa para resolução (LACHTERMARCHER, 2009). Por problema, entende-se uma situação em estado diferente do desejado, ao passo que oportunidade é quando as circunstâncias oferecem a chance de ultrapassar ou alterar os objetivos e metas de indivíduos ou organizações. Embora esta definição pareça simples e direta, tomada de decisão rapidamente se torna algo difícil e complexo de se entender em contextos aplicados, visto que é um processo iterativo, contínuo e volátil, que raramente chega a um resultado definitivo com base em uma única decisão (CHERMACK, 2003).

Os ambientes de negócios atuais vêm se tornando cada vez mais complexos. Tal situação faz com que a informação e a capacidade de lidar com ela desempenhe um papel estratégico nas organizações. Quanto à forma de lidar com a informação, Eisenhardt e Zbaracki (1992) salientam que as pessoas são racionais, mas que essa racionalidade é apenas limitada.

### 2.3.1 Abordagem racional da tomada de decisão

A teoria da utilidade de Von Neumann e Morgenstern (1953) aborda o aspecto normativo da decisão, ou seja, o quanto o indivíduo, puramente racional, busca maximizar a medida de utilidade por ele esperada. A abordagem racional, a partir da teoria da utilidade, é embasada no racionalismo perfeito, no qual existe uma decisão ótima possível de ser encontrada. A abordagem racional parte do princípio de que existe um problema, mas existem também todas as informações necessárias para a análise de uma decisão a fim de resolver este problema. Fredrickson e Mitchell (1984) apontam que o modelo racional exige uma análise exaustiva e abrangente antes da decisão. Hart (1992) coloca que a racionalidade atribuí ao tomador da decisão três principais funções: (i) considerar **todas** as alternativas disponíveis; (ii) identificar e avaliar **todas** as consequências que podem ocorrer a partir da adoção de cada alternativa; e (iii) selecionar a alternativa que gere o **melhor** resultado final.

Racionalidade é definida por Simon (1965) como o comportamento de selecionar as alternativas preferidas, levando em consideração um sistema de valores que possibilita a avaliação das consequências destas escolhas. Devido ao alto grau de complexidade em se determinar o que é uma escolha racional e o que não é, o autor propõe que o vocábulo “racional” seja acompanhado de um advérbio que o qualifique. Dessa maneira, as decisões podem ser chamadas de:

- objetivamente racional: quando representa de fato o melhor comportamento em determinada situação;
- subjetivamente racional: quando se utiliza conhecimento real do assunto para fazer a melhor escolha;
- conscientemente racional: quando ocorre um processo consciente de ajuste dos meios para atingir os fins desejados.
- deliberadamente racional: quando ocorre um processo deliberadamente provocado (pelo indivíduo ou pela organização) de ajuste dos meios para atingir os fins desejados;
- organizativamente racional: quando o foco da decisão são os objetivos da organização; e
- pessoalmente racional: quando o foco da decisão são os objetivos do indivíduo.

Uma abordagem racional do comportamento humano não deve ser interpretada como afirmação de que os seres humanos sejam sempre racionais e consigam considerar sempre todas as alternativas e consequências em suas escolhas (SIMON, 1965). Para o autor, essa concepção derivada da teoria econômica clássica foi refutada de maneira decisiva pelos progressos feitos nos campos da Psicologia e Sociologia. Corroborando este contraponto, Tversky e Kahneman (1986) apontam que os desvios do comportamento real em relação ao modelo normativo são amplos demais para serem ignorados, sistemáticos demais para serem desconsiderados como erros aleatórios e fundamentais demais para serem considerados no modelo. Simon (1965, p. 95) aponta que “o comportamento real, mesmo quando seja ordinariamente encarado como “racional”, possui muitos elementos de incongruência que jamais ocorrem na forma ideal acima descrita”. Para o autor, o comportamento real é incapaz de ser completamente racional em pelo menos três aspectos:

1. na prática não é possível obter conhecimento completo e antecipado de todas as consequências resultantes de cada escolha;
2. considerando que as consequências pertençam ao futuro, a imaginação deve suprir a falta de experiência em atribuir-lhes valores, no entanto estes só podem ser antecipados de maneira imperfeita; e
3. a racionalidade pressupõe uma opção correta entre todos os possíveis caminhos alternativos. No entanto, no comportamento real, apenas uma parte de todos os caminhos possíveis é levada em consideração.

A partir das reflexões de Simon (1965) é proposta a abordagem da racionalidade limitada. O autor concorda com a existência de racionalidade nas decisões, mas aponta limitações. De forma a apresentar uma alternativa ao homem econômico presente na racionalidade perfeita, o autor apresenta o homem administrativo que toma decisões embasadas em regras empíricas (relativamente simples) e que possui a compreensão de que sua visão do mundo é limitada.

Apesar das diferenças entre os modelos de racionalidade absoluta e incremental, o consenso sugere que a tomada de decisão consiste de um processo sequencial e analítico (DAS; TENG, 1999) e a forma como o processo decisório é conduzido não se altera significativamente. Simon (1965) coloca que a diferença está no resultado, pois se existem as informações necessárias (mesmo que insuficientes, incompletas e imperfeitas) e alternativas possíveis (dado que não se conhece todas), as disponíveis são classificadas por consequência e importância, e escolhe-se a alternativa satisfatória.

### **2.3.2 Processo decisório organizacional**

No contexto organizacional, tomada de decisão está no centro de temas relacionados a processos estratégicos. É de suma importância, pois envolve as decisões fundamentais que direcionam o rumo de uma empresa (EISENHARDT; ZBARACKI, 1992). O trabalho dos gestores inclui tomar decisões (ou participar nelas), comunicá-las a outros e monitorar o seu andamento. Para tomar decisões apropriadas, os gestores devem ter grande conhecimento do setor industrial, e social, no qual estão inseridos, e também devem conhecer profundamente o próprio processo de tomada de decisão (SIMON, 1987).

É reconhecido que a tomada de decisão não pode ser entendida simplesmente analisando a decisão final. O processo que, no fim, leva à escolha de uma alternativa também deve ser estudado para se obter um entendimento adequado da tomada de decisão (SVENSON, 1979).

O processo de tomada de decisão compreende três grandes fases: encontrar ocasiões para tomar a decisão, encontrar possíveis caminhos para a ação e escolher um dos caminhos (HARRISON, 1996). Simon (1965) define o processo decisório como o meio pelo qual se escolhem as alternativas adequadas para atingir os fins desejados. Schwenk (1995) aborda o processo de tomada de decisão estratégica, que, conforme o autor, é uma tarefa difícil devido

ao fato destes processos muitas vezes serem desestruturados, sem programação ou serem confusos.

Em outra abordagem do processo de tomada de decisão, o modelo de tomada de decisão estratégica proposto por Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976) define decisão como o comprometimento com determinada ação, enquanto o processo de tomada de decisão é um conjunto de ações e fatores dinâmicos que começam com a identificação de um estímulo para agir e terminam com a escolha de uma ação específica. Desestruturada se refere a processos decisórios que não se repetem de forma semelhante e para o qual não se tenha na organização regras e respostas predeterminadas. O termo estratégico junto ao processo de tomada de decisão faz referência ao grau de importância da decisão. Apesar da aparente característica desestruturada do processo de tomada de decisão, os autores colocam que existe uma estrutura básica subjacente a este “processo desestruturado”.

Para Hickson (1987) o nível de linearidade do processo decisório organizacional é altamente variável, estando diretamente relacionado à sua complexidade. Assuntos simples, nos quais não há a necessidade de grande debate, fluem facilmente e muitas vezes encurtam o processo de tomada de decisão. Por outro lado, assuntos complexos e controversos possuem um processo mais complexo, com atrasos e retrabalhos. Schwenk (1995) destaca duas principais características que afetam o processo decisório estratégico: o nível de racionalidade e o nível de conflito e política.

Sobre o nível de racionalidade, as tipologias estudadas no processo estratégico lidam com o assunto da racionalidade na decisão, ou até que ponto os tomadores de decisão seguem um processo sistemático na busca da consecução de seus objetivos. Quando o processo não é sistemático e os objetivos se modificam, evoluem com o tempo, então frequentemente esse processo é chamado de incremental. Na literatura, já não se debate mais se o processo decisório é racional ou incremental, o que se busca é identificar as maneiras que os processos lógico e incremental interagem na tomada de decisão estratégica (SCHWENK, 1995).

Em se tratando do nível de conflito e manobra política na decisão, Eisenhardt e Bourgeois (1988) fazem uma distinção. De acordo com os autores, o comportamento político contempla ações observáveis, frequentemente encobertas, com as quais os executivos aumentam o seu poder de influenciar a decisão. São exemplos deste tipo de ação: formação de coalizões nos bastidores, *lobbying*, tentativa de cooptação, obtenção de informação privilegiada e controle de agendas. Conforme os autores, comportamento político tende a surgir em organizações com poder centralizado e sua presença possui relação negativa com o desempenho organizacional. Nesta linha, os conflitos lidados de forma aberta não são

considerados como comportamento político e são lidados de forma separada. Um aspecto do conflito é a divergência entre os objetivos de uma organização e os meios para se alcançar estes objetivos.

De acordo com Schwenk (1995), estudos apresentam conclusões heterogêneas quanto à relação entre diferentes objetivos e meios para alcançá-los e desempenho organizacional. Os autores sugerem que a falta de consistência nos resultados encontrados pode ser devida ao fato de que discordâncias devem serem expressadas em termos de produtivos na tomada de decisão estratégica para que tenha um efeito positivo no desempenho organizacional.

A tomada de decisão estratégica é abordada no modelo proposto por Mintzberg et al. (1976) em três fases centrais (identificação, desenvolvimento e seleção), que são definidas em sete rotinas principais. A fase de Identificação é composta das rotinas de reconhecimento da decisão e de diagnóstico, e compreende o reconhecimento dos problemas, crises e oportunidades que evocam a uma tomada de decisão; além disso, ocorre a atividade, por parte dos gestores, de buscar compreender os estímulos que evocam e determinar as relações de causa e efeito da situação da decisão.

A fase de Desenvolvimento é composta por duas rotinas, busca e *design*, e é considerada o ponto principal no processo de tomada de decisão. Esta fase compreende o conjunto de atividades que levam ao desenvolvimento de uma ou mais soluções para o problema ou crise.

Por fim, a fase de Seleção é composta de três rotinas: exame, avaliação-escolha e autorização. Apesar desta ser considerada o último passo no processo decisório, a fase de Desenvolvimento, muitas vezes, envolve o desdobramento de uma decisão em uma série de subdecisões, cada uma com a necessidade de ao menos uma etapa da fase de Seleção. Um processo decisório pode englobar um grande número de etapas de Seleção, muitas delas intrinsecamente ligadas com a fase de Desenvolvimento.

As sete rotinas contempladas nas três fases centrais são detalhadas no Quadro 2.

Quadro 2 - Fases do Processo Decisório Estratégico

<b>Fases centrais</b>	<b>Rotinas</b>	
Identificação	Reconhecimento da decisão	Oportunidades, problemas e crises são reconhecidos e evocam atividade de decidir.
	Diagnóstico	Coleta de informações relevantes para clarificar e definir o problema.
Desenvolvimento	Busca	Busca de soluções existentes prontas para solução do problema.
	Design	Soluções prontas são identificadas e modificadas ou novas soluções são desenvolvidas para solucionar o problema.
Seleção	Exame	Quando muitas soluções prontas são encontradas as alternativas aparentemente mais viáveis são selecionadas para mais profunda avaliação.
	Avaliação-escolha	Escolha da alternativa por meio de processo de análise e julgamento ou processo de barganha entre os tomadores de decisão.
	Autorização	Quando o tomador de decisão não tem autoridade para dar compromisso a organização com a decisão escolhida a mesma tem de ser ratificada por alguém em nível hierárquico mais alto.

Fonte: adaptado de Mintzberg et al. (1976).

A maioria das decisões estratégicas não se apresenta ao tomador da decisão de forma convencional, sendo que problemas e oportunidades devem ser identificados em cenários ambíguos. O estímulo para a tomada de uma decisão é identificado como a diferença entre uma situação atual e uma esperada (MINTZBERG et al., 1976). De acordo com Pounds (1969), a situação esperada é baseada em tendências passadas, tendências projetadas, padrões em organizações similares, expectativa de outras pessoas e modelos teóricos. Mintzberg et al. (1976) apontam que, na maioria dos casos, múltiplos estímulos, tanto internos quanto externos à organização, incitam o processo decisório.

Dado um nível de estímulos, o processo decisório é iniciado e recursos são mobilizados para lidar com a situação. Uma situação de decisão estratégica não se apresenta estruturada; nesta fase, o decisor tem que lidar com informações parciais e uma situação nova. Conforme aponta Mintzberg et al. (1976), o primeiro passo após o reconhecimento da necessidade de se tomar uma decisão é encontrar e abrir canais de informações que auxiliem a clarear e definir a situação. Este é o primeiro passo na rotina de diagnóstico. Esta não necessariamente é uma rotina formal, explícita. De acordo com os autores, oportunidades nem sempre exigem extensa investigação (não há algo a se corrigir, apenas algo a se melhorar), enquanto que problemas e crises podem lidar com restrições de tempo e pressões cognitivas que inibem a realização de um diagnóstico formal.

Na fase seguinte, em se tratando da rotina de busca, Mintzberg et al. (1976) apontam a existência de quatro principais comportamentos:

- busca na memória (organizacional e humana);
- busca passiva em que se aguarda por alternativas aparecerem;
- criação de geradores de alternativas, como, por exemplo, avisar os fornecedores que a organização está em busca de determinado insumo; e
- busca ativa, na qual ocorre a busca direta por alternativas.

Na maioria dos processos decisórios estratégicos ocorre a rotina de *design* que contempla dois principais grupos: desenvolvimento de soluções personalizadas e modificação de soluções prontas. De acordo com Mintzberg et al. (1976), o desenvolvimento de uma solução personalizada é um processo complexo, caro e que consome muito tempo, o que faz com que as organizações dificilmente invistam em mais de uma alternativa. Em contrapartida, o custo de gerar múltiplas alternativas quando se trabalha com soluções modificadas é baixo, o que faz com que as organizações normalmente trabalhem com mais de uma alternativa nestes casos.

A fase de seleção é última fase do processo de tomada de decisão. No entanto, devido ao fato da fase de desenvolvimento muitas vezes envolver o desdobramento de uma decisão em uma série de subdecisões, cada uma necessitando ao menos uma etapa de seleção, um processo decisório pode envolver um maior número de etapas de seleção, muitas destas, intrinsecamente ligadas à fase de desenvolvimento.

Mintzberg et al. (1976) apontam a fase de seleção como um processo iterativo, de múltiplas etapas que envolvem o progressivo aprofundamento da investigação das alternativas. A rotina de busca é estimulada quando não há a possibilidade de o número de alternativas geradas serem avaliadas intensamente. Os autores apontam que esta é uma rotina superficial e que seu propósito não é encontrar a alternativa adequada, e sim, eliminar as inviáveis para que se possa analisar corretamente as alternativas selecionadas.

Três comportamentos são utilizados na rotina de avaliação-escolha: julgamento, barganha e análise. No julgamento, um indivíduo realiza a escolha em sua cabeça com procedimentos que ele não pode, ou até não consegue, explicar. Na barganha, a seleção é feita por um grupo de pessoas com interesses conflitantes. Na análise, ocorre a avaliação de dados, geralmente por pessoas da área técnica, seguido pela escolha, por julgamento ou barganha, do gestor. Conforme Mintzberg et al. (1976), o julgamento é o modo de seleção mais utilizado

provavelmente por ser o mais rápido, conveniente e menos estressante dos três. Barganha aparece na maioria dos processos, normalmente quando existe algum tipo de controle externo ou extensa participação de dentro da organização e os assuntos são incertos.

Uma vez realizada a escolha, passa-se à última rotina do modelo proposto, que é a autorização da escolha. As decisões têm de serem autorizadas quando o indivíduo que as toma não possui autoridade para comprometer a organização no caminho escolhido. A decisão deve passar por diferentes níveis de aprovação na hierarquia e, em alguns casos, até por terceiros que possuem o poder de vetar a escolha. Normalmente, a autorização é buscada para uma solução estabelecida, após a realização da avaliação-escolha final, mas em alguns casos se busca a autorização para poder dar sequência no processo de tomada de decisão, seja no início ou durante seu desenvolvimento. A rotina de autorização da escolha é basicamente um processo binário: ou se aceita, ou se rejeita por inteiro a solução. O aceite leva à apresentação da solução para um nível superior, se necessário. A rejeição leva ao abandono ou à adequação. Em poucos casos, ocorre um aceite condicional da solução, levando a novos ajustes na fase de desenvolvimento.

Além das sete rotinas que definem as três fases centrais do modelo proposto, os autores sugerem ainda que existam três rotinas que funcionam como suporte às rotinas principais, conforme descrito no Quadro 3.

Quadro 3 - Rotinas de Suporte ao Processo Decisório Estratégico

<b>Rotinas de suporte</b>	<b>Descrição</b>
Controle da Decisão	Planejamento de como é abordado o problema e de que forma os recursos organizacionais são alocados
Comunicação da Decisão	Três principais fases: (i) exploração, na qual ocorre a busca por informações a respeito do problema, (ii) investigação, com busca intensiva de informações sobre o problema e (iii) disseminação, na qual os interessados são avisados sobre a decisão.
Políticas	Elucidação das relações de poder e mobilização de forças para gerar consenso e implementar as decisões

Fonte: adaptado de Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976).

A rotina de Controle da Decisão guia o processo de tomada de decisão em si, enquanto que a rotina de Comunicação fornece as informações necessárias para manter o processo decisório. A rotina Política permite ao tomador da decisão encontrar a solução adequada em um ambiente com forças influentes e, algumas vezes, até hostis.

O delineamento dos passos, em um processo decisório estratégico, dificilmente é linear de uma rotina para outra. Normalmente o processo ocorre de forma dinâmica, sujeito a

interferências, *loops*, *feedbacks* e outros fatores. Abaixo são descritos seis fatores dinâmicos trazidos pelos autores:

- 1) **interrupções**: eventos repentinos que interrompem e causam mudanças na direção do processo;
- 2) **atrasos programados**: divisão do processo em diversas etapas com um período de tempo entre elas;
- 3) **atrasos para *feedback***: espera do resultado de um passo anterior para seguir o processo;
- 4) **atrasos e adiantamento**: gestores propositadamente podem atrasar ou adiantar o processo decisório para se aproveitar de uma circunstância específica;
- 5) **ciclos de compreensão**: fatores complexos podem fazer com que o processo decisório tenha que voltar para fases anteriores e para uma melhor compreensão; e
- 6) **reciclagem devido a falhas**: retorno a fases anteriores devido a fracasso em conseguir encontrar uma solução adequada.

Mintzberg et al. (1976) colocam os fatores dinâmicos como o recurso mais característico e distinto dos processos decisórios que são estratégicos. Eles influenciam o processo de diversas maneiras, podendo atrasá-lo, fazendo-o recomeçar ou até mesmo o parando.

### 2.3.3 Decisão no contexto de *venture capital*

A decisão, por parte dos VCs, de investir é difícil e com sérios riscos de seleção adversa. Uma vez feito o investimento, ele não possui liquidez imediata e seu sucesso é altamente dependente de um pequeno grupo de gestores/empreendedores. Além disso, o significativo nível de assimetria informacional possibilita que os gestores da empresa investida possam ter comportamento oportunista após receber financiamento. Estes fatores fazem com que a decisão inicial, por parte dos VCs, de investir seja de extrema relevância (FRIED; HISRICH, 1994).

De forma a lidar com a assimetria informacional, economistas argumentam que a determinação de direitos contratuais, financiamento em múltiplas etapas e a transferência de riscos – do inglês *risk-shifting* – levam os empreendedores a se autorregular de uma maneira que supera os problemas gerados pela assimetria informacional (GOMPERS; LERNER, 2001). Sahlman (1990) explica que os contratos feitos pelos VCs, normalmente, atribuem

múltiplos estágios de realização do investimento, de forma que o VCs possui o direito de rescindir o contrato caso informações negativas sobre o empreendedor ou empresa investida sejam reveladas. Conforme esse autor, não faz sentido o empreendedor aceitar termos contratuais como estes sem estar confiante em suas habilidades e comprometido com o empreendimento.

Um contraponto à visão dos economistas é apresentado por Shane e Cable (2002). Conforme os autores, ao contrário dos bancos, que solicitam garantias que cubram o risco de um fracasso total, VCs fornecem recursos além do que as empresas podem oferecer garantias reais. Como resultado, estes investidores correm o risco de perder todo seu capital e, portanto, a transferência completa de riscos para o empreendedor não é possível. Ao contrário da perspectiva econômica, autores sugerem que investidores se utilizam de laços sociais para superar o problema de assimetria informacional nas decisões financeiras (VENKATARAMAN, 1997). De acordo com Shane e Cable (2002), laços sociais podem fornecer aos tomadores de decisão acesso a informações privadas que permitem a exclusão, ou ao menos diminuem a ambiguidade das decisões. Ademais, laços sociais diretos e indiretos entre as partes podem criar obrigações sociais entre elas, levando-as a se comportar de maneira generosa. Conforme os autores, obrigações sociais entre partes conectadas e transferência de informações mediante relações sociais influenciam diretamente as decisões dos VCs.

VCs precisam interpretar informações em três principais níveis. No primeiro, a análise é realizada no nível ambiental, no qual são analisadas tendências do setor, condições econômicas etc. No segundo, é feita a análise no nível do modelo de negócios, em que é verificada a possibilidade do financiamento permitir o empreendimento crescer, ao ponto de que o VCs possa ter retorno do seu investimento. No terceiro, é feita a análise no nível da equipe, no qual o VCs avalia se o empreendedor e seus colaboradores possuem a capacidade de desenvolver o modelo de negócios (ZACHARAKIS; SHEPHERD, 2007). A realização do processo de *due diligence*, que consiste na análise e avaliação detalhada de informações e documentos pertinentes à empresa, é uma parte essencial do processo de investimento de *venture capital*. Seu propósito é reduzir os diversos riscos de seleção adversa que surgem com a assimetria informacional existente entre o VCs e o empreendedor. Os custos deste processo desencorajam investimentos pequenos, que se tornam inviavelmente caros para serem avaliados e monitorados (WRIGHT et al., 2006).

VCs são visivelmente bem-sucedidos na seleção de novos empreendimentos e pesquisadores apontam os critérios utilizados por eles, em seu processo de tomada de decisão,

como o motivo deste fato (HALL; HOFER, 1993). Petty e Gruber (2011) colocam que a literatura indica quatro amplas características avaliadas: (i) os gestores da empresa; (ii) o mercado de atuação; (iii) o produto ou serviço; e (iv) o potencial financeiro do investimento. Em relação aos gestores, estudos indicam que os VCs preferem investir em equipes que possuam experiência no setor de atuação e formação educacional relacionada à engenharia ou administração (FRANKE; HENKEL, 2008; HALL; HOFER, 1993; TYEBJEE; BRUNO, 1984). Em relação a mercado, os VCs tendem a preferir oportunidades em mercados consideravelmente grandes e que possibilitem altas taxas de retornos, visto que estas características propiciam ganhos crescentes e alto valor agregado (BACHHER et al., 1999; PETTY; GRUBER, 2011). Quanto à oferta de produtos, são avaliados critérios como o grau de inovação, vantagem competitiva e o nível de necessidade do potencial cliente deste produto (PETTY; GRUBER, 2011). Em relação ao potencial financeiro, são ressaltados critérios como a taxa de retorno esperada e o risco associado a esta taxa (GOMPERS; LERNER, 1999; MACMILLAN et al., 1985).

Fried e Hisrich (1994) identificam 15 critérios comuns utilizados por VCs que se expandam dentro de três constructos básicos: conceito, gestão e retorno. Conceito engloba quatro características principais: primeiro, o negócio deve ter significativo potencial de aumentar seus lucros, que pode vir do crescimento do setor que o negócio está inserido, do aumento de participação de mercado da empresa ou de significativa redução de despesas; segundo, o investimento deve envolver uma ideia de negócio que já exista ou que possa ser levada a mercado em até três anos; terceiro, o conceito de negócio deve oferecer uma vantagem competitiva ou estar inserido em um setor com relativa baixa competitividade; e quarto, a quantidade de capital financeiro demandada pelo negócio deve ser adequada, visto que altas exigências de capital financeiro podem comprometer o retorno do investimento.

Quanto à gestão, Shepherd (1999) coloca que, na literatura sobre o processo decisório dos VCs, a equipe de gestores é apontada como um fator importante e muitas vezes é o critério mais importante na escolha de onde investir. Fried e Hisrich (1994) apontam que há diversos atributos que os VCs buscam nos gestores:

- ter integridade pessoal;
- devem, preferencialmente, ser bem-sucedidos profissionalmente;
- ser realista;
- conseguir identificar e lidar com riscos;
- flexibilidade;

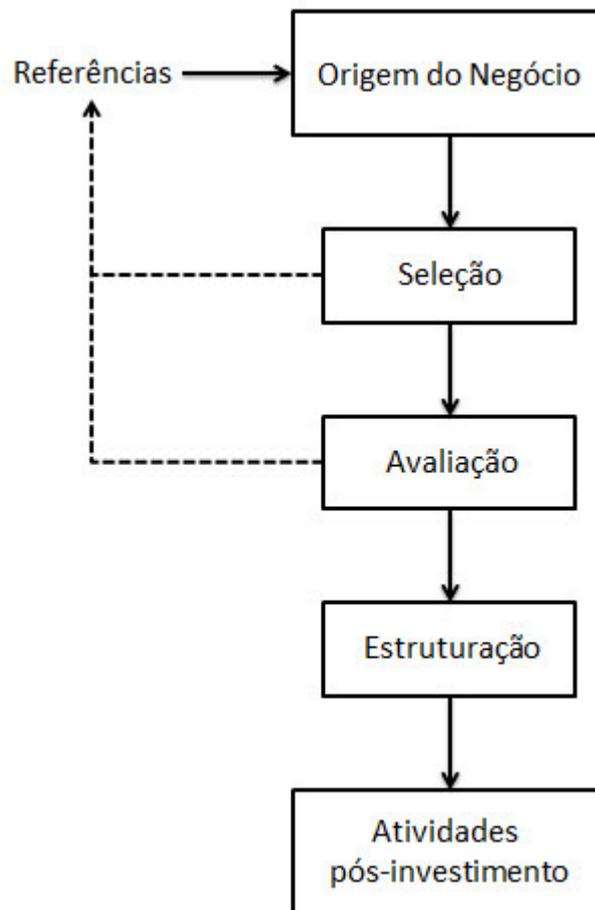
- conhecimento global do negócio; e
- liderança, principalmente, em momentos de pressão.

Por sua vez, retorno possui três características: primeiro, VCs não esperam alta liquidez, mas exigem que o investimento possua oportunidade de saída em um período de três a dez anos; segundo, o investimento deve ter potencial para uma taxa de retorno maior que a de investimentos tradicionais (mais seguros); e por último, o retorno absoluto do investimento também deve ser elevado.

Estes são critérios amplos e genéricos. As especificidades de cada critério variam de empresa para empresa e as opiniões sobre a importância de vários deles também diverge. Por exemplo, a taxa de retorno aceitável não é a mesma para todos VCs. Alguns VCs aceitam investir em empresas que considerem com baixa qualidade de gestão se acreditarem que o conceito do negócio seja muito bom. Já outros, irão investir apenas se estiverem plenamente confiantes na gestão da empresa analisada. Mesmo nos casos em que dois VCs possuem critérios iguais, pode haver significativa diferença no julgamento de como uma proposta de investimento específica atende a esses critérios (FRIED; HISRICH, 1994).

Tyebjee e Bruno (1984) foram além da identificação dos critérios de avaliação dos VCs e desenvolveram um modelo de cinco estágios para representar o processo de investimento dos VCs, conforme Figura 3.

Figura 3 - Modelo de Investimento dos VCs



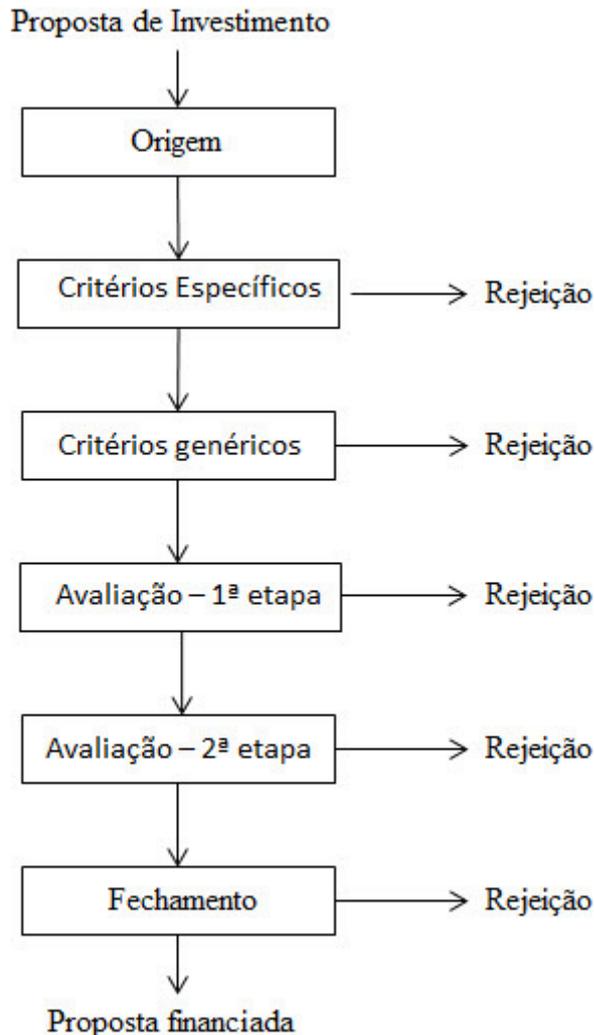
Fonte: Tyebjee e Bruno (1984)

O primeiro estágio é o de origem do negócio e contempla a forma com a qual o VCs reconhece a oportunidade de investimento, e o segundo estágio é o processo de pesquisa. Normalmente, as empresas de *venture capital* recebem mais propostas do que sua capacidade de investimento permite realizar, de forma que devem filtrar os possíveis investimentos e escolher os mais adequados de acordo com seus critérios. O próximo estágio é o de avaliação, no qual é realizada uma análise subjetiva e detalhada, principalmente do plano de negócios do empreendedor. Se o resultado do processo de avaliação for favorável, o VCs inicia a negociação com a empresa de forma a estruturar o negócio quanto à quantidade de dinheiro investida, forma de investimento e ao custo do investimento. Uma vez realizado o negócio, os autores colocam que os VCs mantêm contato próximo com a empresa investida nas atividades pós-investimento, que contemplam o assessoramento gerencial fornecido pelo VCs (TYEBJEE; BRUNO, 1984).

Por sua vez, Fried e Hisrich (1994) propõem um modelo de tomada de decisão de seis etapas, conforme Figura 4. Os autores apontam que os VCs recebem uma grande quantidade

de propostas para avaliação. Devido a isso, as empresas despendem pouco tempo nas três primeiras etapas do processo e a partir da “Avaliação – 1ª etapa”, em que se estabelece um real interesse e é percebido o potencial para negócio, a quantidade de tempo despendida é significativa. Uma proposta de investimento leva em média 97,1 dias para passar pelas seis etapas do processo e consome em média 129,5 horas de trabalho por parte dos VCs.

Figura 4 - Processo de tomada de decisão dos VCs



Fonte: Fried e Hisrich (1994)

Na fase de **origem** do negócio, os VCs aguardam propostas e buscam referências de empresas interessadas em receber financiamento. Na segunda fase são eliminadas as empresas que não atendam aos **critérios específicos** estabelecidos pelos VCs, como, por exemplo, tamanho e setor de atuação. Após a seleção pelos critérios específicos, ocorre a análise utilizando **critérios genéricos**, como a avaliação do Plano de Negócios, por exemplo. Na **primeira etapa de avaliação** ocorre a busca do máximo de informações possíveis da empresa

e reuniões com seus gestores. Após, na **segunda etapa de avaliação**, há o início da negociação de uma proposta para investimento, e a etapa de **fechamento** contempla a elaboração do contrato e documentos legais (FRIED; HISRICH, 1994).

Os dois modelos de tomada de decisão específicos de empresas de *venture capital* apresentados – Tyebjee e Bruno (1984) e Fried e Hisrich (1994) – são provenientes de pesquisas empíricas realizadas pelos autores, sem uma vinculação direta com a teoria da Tomada da Decisão abordada. Com isso, o Quadro 4 apresenta a relação entre os modelos de tomada de decisão de *venture capital* propostos por Tyebjee e Bruno (1984) e Fried e Hisrich (1994) com o de tomada de decisão estratégica proposto por Mintzberg et al. (1976).

Quadro 4 - Relação entre modelo de tomada de decisão estratégica e de *venture capital*

Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976)		Tyebjee e Bruno (1984)	Fried e Hisrich (1994)
Fases	Rotinas	Etapas	Etapas
Identificação	Reconhecimento	Origem	Origem
	Diagnóstico	Pesquisa	Critérios Específicos
Desenvolvimento	Busca	Pesquisa	Critérios Genéricos
	Design	Pesquisa	Critérios Genéricos
Seleção	Exame	Avaliação	Avaliação – 1ª etapa
	Avaliação-escolha	Estruturação	Avaliação – 2ª etapa
	Autorização	Estruturação	Fechamento

Fonte: elaborado pelo autor (2015).

Os modelos propostos por Tyebjee e Bruno (1984) e Fried e Hisrich (1994) apresentam uma sequência lógica no processo de tomada de decisão por parte das empresas de *venture capital*. Conforme os dois autores citados, o início do processo se dá a partir do reconhecimento de oportunidades, chamado por eles de “Origem” e que Mintzberg et al. (1976) colocam como sendo a primeira rotina da fase de Identificação. Após o reconhecimento das oportunidades, ocorre a busca, por parte dos VCs, de informações iniciais, visando compreendê-las melhor. Esta etapa é contemplada por Mintzberg et al. (1976) como sendo a realização da rotina de Diagnóstico. Nas oportunidades em que a coleta das informações iniciais confirmar o atendimento a todos os requisitos estabelecidos pelos VCs, uma pesquisa aprofundada é realizada por eles visando coletar todas as informações necessárias para a realização da análise. Esta etapa é compatível com a fase central de Desenvolvimento proposta por Mintzberg et al. (1976). Coletadas as informações necessárias, os VCs avaliam as oportunidades, selecionam as mais adequadas e formalizam o negócio. Estes passos são compatíveis com as rotinas da fase central de Seleção proposta por Mintzberg et al. (1976).

Baseado no modelo de tomada de decisão estratégica proposto por Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976) no Quadro 2, e que conforme apresentado no Quadro 4, também pode ser aplicado na tomada de decisão de *venture capital*, este estudo tem como objetivo caracterizar o processo de tomada de decisão, por parte de VCs, no investimento em empresas de base tecnológica. Para tanto será apresentado no capítulo seguinte o método de pesquisa utilizado.

### 3 MÉTODO DE PESQUISA

Neste capítulo é apresentado o método utilizado, delineando a estratégia adotada nesta pesquisa, bem como o detalhamento de suas etapas.

#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO DO ESTUDO

A classificação de uma pesquisa quanto à abordagem do problema, aos objetivos, tempo de pesquisa e aos procedimentos (estratégia) constitui um elemento direcionador da metodologia utilizada (CERVO; BERVIAN, 1996).

Considerando a questão de pesquisa de como se dá o processo de tomada de decisão no investimento em empresas de base tecnológica, este trabalho adota uma abordagem **qualitativa**. Godoy (1995) declara que os estudos denominados qualitativos, realizam uma análise empírica do mundo, em seu ambiente natural, e o contato direto do pesquisador com o ambiente e a situação estudada é valorizado. Na pesquisa qualitativa o foco não está somente nos resultados ou produto, existe também a preocupação com o processo. O autor destaca que:

O interesse desses investigadores está em verificar como determinado fenômeno se manifesta nas atividades, procedimentos e interações diárias. Não é possível compreender o comportamento humano sem a compreensão do quadro referencial (estrutura) dentro do qual os indivíduos interpretam seus pensamentos, sentimentos e ações. (GODOY, 1995, p. 63)

Em se tratando de objetivo, trata-se de uma pesquisa **exploratória**, visto que, conforme Hair et al. (2007, p. 84), planos exploratórios “são orientados para a descoberta. Assim são planos que não têm a intenção de testar hipóteses específicas de pesquisa”. Em relação ao tempo, o corte da pesquisa é **transversal**, já que os dados obtidos ocorreram a um só tempo.

Em relação aos procedimentos, trata-se de um **estudo multicaso**. Conforme Yin (2010), a estratégia utilizada em pesquisa depende de fatores, como o foco da pesquisa (contemporâneo ou histórico), qual o tipo de pergunta e qual a extensão do controle do pesquisador sobre os eventos. Nesta pesquisa se propõe caracterizar a tomada de decisão no investimento em empresas de base tecnológica, sendo este um evento contemporâneo e que está fora do controle do pesquisador. Dadas estas características, pode-se afirmar que uma pesquisa de campo, utilizando estudo multicaso, que buscará definição, compreensão acerca

do problema de pesquisa do presente estudo e que permite a comparação dos resultados encontrados dos diferentes participantes, seja a estratégia mais adequada.

### 3.2 UNIDADE DE ANÁLISE

A quantidade de casos estudados foi definida por razões teóricas, ao invés de critérios estatísticos (GLASER; STRAUSS, 2009), com vistas a ampliar a teoria emergente sobre o tema e facilitar a replicação da pesquisa. Conforme Yin (2010), dois ou mais casos devem ser estudados a fim de se obter resultados semelhantes que possibilitem estabelecer uma replicação por resultados semelhantes encontrados. O autor ainda ressalta que dadas as semelhanças no entendimento das condições externas de forma que não produzam muita variação no fenômeno que se está estudando, o número de casos replicados pode ser reduzido.

A unidade de análise escolhida para este estudo é composta por três empresas de *venture capital* em que foi possível estabelecer uma replicação por resultados semelhantes encontrados. Os critérios estabelecidos para definição dos casos estudados foram: 1) que as empresas tivessem em seu escopo de atuação o investimento em Empresas de Base Tecnológica; e 2) que os processos decisórios analisados não tivessem sido concluídos há mais de dois anos, pois, conforme salienta Mintzberg et al. (1976), é importante que os dados sejam recentes na memória dos participantes para que a lembrança de situações e resoluções tomadas no contexto estudado não corra o risco de perecer no tempo.

### 3.3 COLETA DE DADOS

Seis fontes de evidências principais são apontadas por Yin (2010) como base para um estudo de caso, sendo elas: documentos, registros em arquivo, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos. Conforme o autor, duas ou mais fontes de evidências devem ser utilizadas para assegurar a qualidade da pesquisa. Mintzberg et al. (1976) apontam que, em se tratando do processo decisório estratégico, é inviável a utilização de observação direta como fonte de evidência, visto que estes processos normalmente duram longos períodos. Sendo recomendável o uso de múltiplas fontes de evidências (YIN, 2010), optou-se, nesta pesquisa, pela utilização de: 1) entrevistas semiestruturadas, pessoais e

individuais, exploradas em profundidade; e 2) Documento “Tese de Investimento”<sup>1</sup>; sendo auxiliadas por outras fontes de evidências, sempre que possível.

Em relação à seleção dos casos, Flick (2004) aponta que, em se tratando de pesquisa qualitativa, duas lógicas distintas podem ser seguidas: uma mais formal, com critérios previamente definidos, e outra mais flexível, com foco nas necessidades e aberta a mudanças conforme a realização da pesquisa. A lógica mais formal é apropriada quando características demográficas (como gênero, idade e profissão) são úteis para avaliar o objetivo de estudo. Na lógica mais flexível, tem-se a seleção teórica, que “é mais a ideia do que ainda está faltando nos dados (e as compreensões que eles tornam possível) que movem as decisões.” (FLICK, 2004, p. 45). O processo de seleção dos casos desta pesquisa se deu de maneira não aleatória e por conveniência.

### 3.3.1 Entrevistas

Em cada uma das três empresas de *venture capital* foram entrevistadas três pessoas, no período de agosto de 2014 a janeiro de 2015. Conforme apontam Mintzberg et al. (1976), os principais aspectos dos processos de tomada de decisão estão na memória de seus participantes, razão pela qual critérios foram adotados para escolha destes. Nas empresas de *venture capital*, foi entrevistada pessoa responsável, ou com participação direta, no processo de tomada de decisão de um investimento feito no período máximo de dois anos.

O roteiro utilizado na entrevista é apresentado no Apêndice A. Ele foi validado por um especialista na área. O especialista é Economista de formação, possui Mestrado e Doutorado na área, atua como professor há 25 anos e é Gestor do Programa de Aceleração de Empreendimentos da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

### 3.3.2 Análise dos Dados

A análise das evidências encontradas nos estudos de caso é o aspecto mais desafiador desse método, visto a necessidade de uma estratégia de análise claramente definida pelo pesquisador, e que irá conduzi-lo durante esta etapa do trabalho (YIN, 2010). Para isso, os dados originados nas entrevistas foram examinados com base na análise de conteúdo.

---

<sup>1</sup> A tese de investimento de um veículo de *venture capital* expressa de forma clara e sucinta o âmbito das oportunidades de investimentos a serem identificadas pelo time gestor do veículo; a tese é a razão de ser do veículo de investimento e é utilizada para que as pessoas assimilem a natureza dos investimentos a serem realizados (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011a).

A análise de conteúdo é definida como:

[...] um conjunto de técnicas de análise de comunicações, que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) dessas mensagens. (SILVA; GOBBI; SIMÃO, 2005, p. 73)

A análise de conteúdo pode ser utilizada para qualquer tipo de comunicação que vincule um conjunto de significações de um emissor para um receptor. Esta técnica possibilita a interpretação dos dados, auxiliando o pesquisador a compreender características, estruturas e/ou modelos que estão por trás das mensagens levadas em consideração (SILVA; GOBBI; SIMÃO, 2005).

No presente estudo foi utilizada a técnica de análise de conteúdo por categorização temática. A categorização consiste em agrupar dados levando em consideração a parte comum entre eles. Os dados são classificados conforme os critérios estabelecidos que originam as categorias temáticas (MORAES, 1999).

As nove entrevistas realizadas nas três empresas estudadas foram transcritas e as teses de investimento lidas, e, com a utilização do software Max QDA 11, foi realizada a análise categorial delas. Oito categorias principais e quinze subcategorias foram estabelecidas, sendo elas:

- prospecção: se é ativa, passiva ou por indicação de terceiros;
- fontes de informações: primárias e avançadas;
- critérios: de eliminação e de seleção;
- análise: inicial e avançada;
- *due diligence*: pré-*due diligence* e *diligence* final;
- contratação: pré-negociação e negociação;
- autorização da escolha; e
- pós-investimento: monitoramento e *feedbacks*.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta parte do trabalho apresenta a caracterização do processo de tomada de decisão por parte de empresas de *venture capital*. Os dados coletados nas empresas foram estudados à luz do referencial teórico e método de pesquisa adotado, considerando as categorias temáticas previamente estabelecidas. Com base nessas análises, foi possível relacionar os resultados encontrados de modo a atender os objetivos propostos para a pesquisa.

Este capítulo é dividido em três principais partes: na primeira é feita uma contextualização da indústria de *venture capital* no Brasil; na segunda, é feita, de forma individual, a caracterização de cada uma das empresas entrevistadas; e na última, é feita a caracterização do processo decisório de empresas de *venture capital* com base nas etapas da Tomada de Decisão Estratégica propostas por Mintzberg et al. (1976). Para a caracterização de cada etapa do processo, foram levadas em conta, de forma concomitante, as informações prestadas pelos executivos de cada uma das três empresas, sendo complementadas por análise de documentos, quando existentes.

### 4.1 ORIGEM E SITUAÇÃO DO *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

*Venture capital* como um fenômeno é uma atividade muito antiga. Indivíduos sempre tiveram a tendência de investir em projetos de alto risco. Exemplos de empreendedores que levantaram capital de investidores privados podem ser encontrados desde a era da Babilônia até a Europa medieval. Um exemplo deste contexto é a decisão da Rainha Espanhola, Isabella, que decidiu financiar a famosa viagem de Cristóvão Colombo (que como consequência possibilitou o “descobrimento” da América) e que pode ser considerado como um investimento altamente lucrativo para a Espanha. Em diversos países investimentos feitos por indivíduos foram influenciadores no desenvolvimento da Revolução Industrial durante o século dezenove e início do século vinte. Por exemplo, grupos de investidores privados nos Estados Unidos e na Europa foram responsáveis por financiar o desenvolvimento de diversas novas indústrias, como ferrovias, metalúrgicas e petrolíferas (LANDSTRÖM, 2007).

De forma institucional, *venture capital* surgiu nos Estados Unidos em 1946, com a empresa American Research and Development (ARD), que, composta por um grupo de investidores, realizou investimentos de alto risco em EBT que haviam desenvolvido tecnologias utilizadas na Segunda Guerra Mundial (GOMPERS; LERNER, 2001).

Conforme apontam Samila e Sorenson (2008), a atividade desempenhou papel minoritário na economia americana até o final da década de 1970, quando mudanças fiscais e regulatórias foram adotadas pelo governo americano com vistas a revitalizar a indústria de *venture capital*. Gompers e Lerner (2001) apontam que a principal mudança ocorreu no ano de 1978, quando foram clarificadas as regras de investimentos dos Fundos de Pensão, e estes foram explicitamente liberados a investir em ativos de alto risco, incluindo nesta categoria a indústria de *venture capital*. Os autores colocam que, a partir deste período, o crescimento ocorreu de forma acelerada: em 1978 o total arrecadado por fundos de *venture capital* foi de US\$ 424 milhões, e os fundos de pensão representavam 15% deste total; e em 1986 mais de US\$ 4 bilhões foram arrecadados por fundos de *venture capital*, sendo que mais da metade deste valor foi oriundo dos fundos de pensão.

Metrick e Yasuda (2011) se referem ao período de 1995 até 2000 como o “período do *boom*”. Conforme os autores, em 1995, se inicia um período de grande crescimento, no qual os investimentos do tipo VC quase dobraram, chegando à marca de US\$ 7.9B (de US\$ 4.1B em 1994). A era da Internet é apontada como razão deste sucesso, o que também possibilitou excelentes retornos nos anos de 1995 e 1996 para os VCs. Este sucesso incentivou investidores institucionais e possibilitou que os investimentos do tipo VC alcançassem a marca de US\$ 11.0B em 1996, US\$ 14.7B em 1997, 20.9B em 1998 e os extraordinários valores de US\$ 53,4B em 1999 e US\$ 104.0B em 2000. Os autores colocam que, com o estouro da bolha da internet em 2000, o entusiasmo com os investimentos diminuiu, passando a US\$ 40.3B em 2001, e estabilizando entre US\$ 20.0 e US\$ 30.0B nos anos subsequentes. Os autores chamam este período de *pós-boom*, sendo que o período anterior terminou de forma repentina no fim do ano 2000, com os investimentos caindo pela metade no primeiro quarto de 2001 em relação ao último de 2000. A Tabela 1 apresenta a evolução da indústria norte-americana de *venture capital* antes, durante e após o período de *boom*.

Tabela 1 - Evolução da Indústria norte-americana

	1992	2002	2012
Nº de empresas de VC	358	1.089	841
Nº de fundos de VC existentes	616	2.119	1.269
Nº de profissionais	4.996	14.541	5.887
Nº de novos fundos de VC iniciados	13	25	43
Nº de fundos com arrecadação no ano	78	176	162
Capital arrecadado por empresas de VC no ano (\$B)	4,9	15,7	20,1
Capital gerenciado por empresas de VC no ano (\$B)	28,7	272,1	199,2

Fonte: National Venture Capital Association (2013)

Percebe-se significativo avanço nos indicadores do setor nos dez anos compreendidos entre 1992 e 2002, com destaque para o aumento de 848% no capital gerenciado no período. O reflexo do estouro da bolha da internet também pode ser percebido nos indicadores de 2002 e 2012, sendo que apenas dois (Nº de novos fundos iniciados e Capital arrecadado) dos sete indicadores apresentaram melhora.

Black e Gilson (1998) apontam três fatores fundamentais para o desenvolvimento da indústria de *venture capital* nos Estados Unidos. O primeiro fator fundamental é a quantidade de fundos de investimentos, específicos para a prática de *venture capital*. À medida que novos fundos entram no setor, os existentes migram para investimentos em estágios superiores de desenvolvimento. O segundo fator são as EBT, prioridade de investimento para os VCs e responsáveis pelo desenvolvimento desses fundos em razão das altas taxas de crescimento no setor. O terceiro fator é o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais do país, que possibilita o desinvestimento, por parte dos VCs, por oferta pública de ações.

A experiência brasileira na área de *venture capital* tem origem no ano de 1974, com a criação, por parte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de três subsidiárias: Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A.. Estas subsidiárias tinham como objetivo prover capital para Pequenas e Médias Empresas e, especialmente, apoiar a política de desenvolvimento industrial no Brasil. Em 1982, estas empresas foram fundidas para criar uma nova e única empresa, denominada BNDES Participações S.A. (BNDESPar) (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011b). No setor privado, a primeira gestora de *venture capital* foi a Brasilpar, criada em 1976, a partir de uma parceria entre o Unibanco e o Banco Paribas. A gestora foi estruturada como uma *holding* e investiu US\$ 4 milhões até 1980 (RIBEIRO, 2005).

Até o ano de 1982, apenas a Brasilpar, a Companhia de Participações (CRP) e o BNDESPar realizavam investimentos do tipo de *venture capital* no país (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006). Neste mesmo ano, nos Estados Unidos, já existiam 331 organizações gestoras, com um montante de US\$ 7,6 bilhões em capital comprometido (SAHLMAN, 1990).

A década de 1980 e início da década de 1990 foram marcadas pela hiperinflação e recessão econômica, o que dificultou e inibiu quaisquer investimentos de longo prazo no país, especialmente os privados. A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (2011b) atribui ao contexto macroeconômico do país na época, o baixo nível de desenvolvimento do setor. Conforme a agência, a década de 1980 e início da década de 1990 foram marcados pela

hiperinflação e recessão econômica que inibia quaisquer investimentos de longo prazo no país, especialmente os privados. De acordo com Ribeiro (2005), o grande ciclo do setor teve início somente após a estabilização monetária ocorrida com a criação do Plano Real em 1994, sendo o auge deste ciclo em 2000, quando 13 novas organizações entraram no mercado.

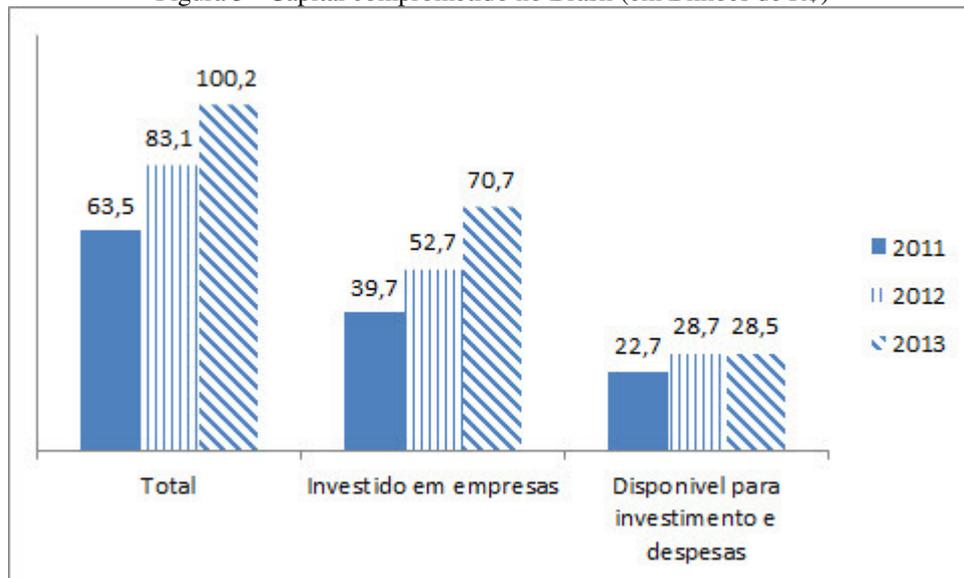
A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (2011b) coloca que o período de 2001 a 2003 foi difícil para a indústria, com eventos negativos em nível global, como a bolha da internet e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos. Além disso, em nível nacional, o Brasil enfrentou crise energética em 2001, volatilidade com as eleições de 2002, desvalorização do Real e aumento expressivo nas taxas de juros. Com problemas nas empresas investidas, algumas organizações gestoras locais, e principalmente internacionais, encerraram suas operações no Brasil durante este período, ou então liquidaram parte de seu portfólio. Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) apontam que 35 investimentos foram liquidados e outros dez foram vendidos de volta aos fundadores.

No ano de 2003 foi publicada pela CVM a Instrução 391, que aborda a regulamentação dos veículos de investimentos do tipo VC no Brasil, e que facilitou uma maior participação dos fundos de pensão como investidores de novos veículos (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Atualmente a indústria brasileira está no seu segundo ciclo de crescimento, tendo o ano de 2004 como ponto de partida. O marco deste ciclo ocorreu no final deste ano, no qual os primeiros desinvestimentos de empresas em portfólio por meio de IPO ocorreram (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011b).

A Figura 5 apresenta a evolução do capital comprometido na indústria brasileira nos últimos três anos. A maior parte do capital total comprometido se encontra investido em empresas, sendo que o restante está disponível com os VCs para ser investido ou para pagar as despesas dos veículos de investimentos.

Figura 5 - Capital comprometido no Brasil (em Bilhões de R\$)

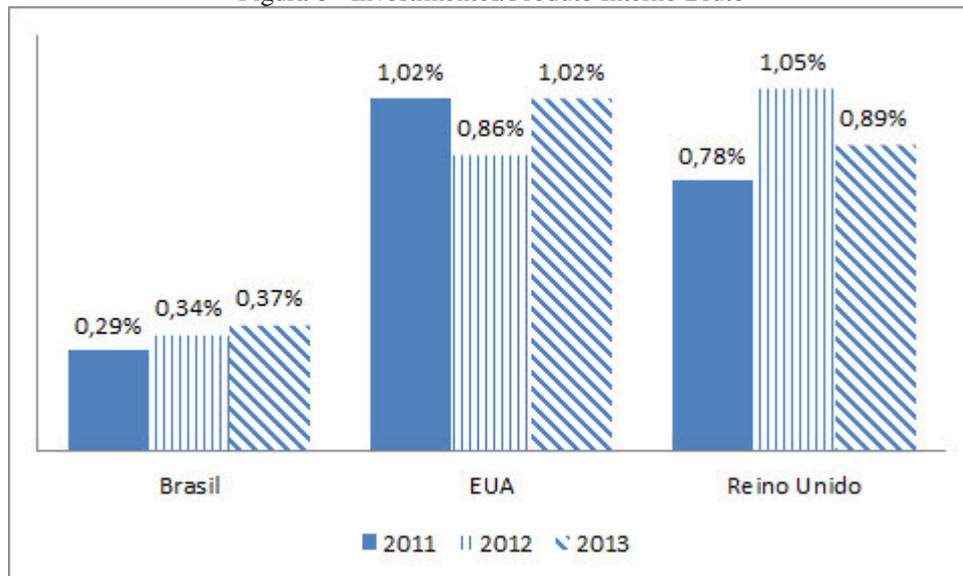


Fonte: Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (2014)

Em 2013, os investimentos acumulados cresceram aproximadamente 34% em relação a 2012, substancialmente maior que o crescimento do capital comprometido, de 21%. Em 2012 ambos os itens haviam crescido de forma similar. Desta forma, o volume de recursos disponíveis para novos investimentos em 31 de dezembro de 2013, embora similar em termos absolutos aos recursos disponíveis em 2012, decresceu de 35% em 2012 para 28% em 2013 o total do capital comprometido.

A Figura 6 apresenta o percentual do Produto Interno Bruto que é investido em *venture capital* no Brasil, Estados Unidos e Reino Unido. Nos últimos três anos a indústria brasileira demonstrou crescimento, no entanto o valor ainda é significativamente abaixo do verificado nos outros dois países.

Figura 6 - Investimentos/Produto Interno Bruto



Fonte: Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (2014)

Considerando a relação média, nos últimos três anos, de 0,97% de investimentos sobre Produto Interno Bruto dos Estados Unidos e de 0,91% no Reino Unido, o mercado brasileiro teria potencial de aumentar em R\$ 44 bilhões o capital comprometido de investimentos, o que representaria 143% de aumento em relação aos dados de 2013.

## 4.2 CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS

Nesta seção são caracterizadas as três empresas estudadas neste trabalho. Para isso, são apresentadas as características da equipe, dos veículos de investimento utilizados e das áreas de atuação, além de outras informações relevantes para a compreensão do contexto dos gestores selecionados.

### 4.2.1 Alfa

A empresa Alfa foi uma das precursoras de investimentos do tipo de *venture capital* no Brasil. Fundada em 1981, com sede em Porto Alegre, iniciou sua trajetória com a associação de um grupo com mais de 150 empresas privadas e com objetivo de apoiar o crescimento de empreendedores da região Sul do Brasil, através de investimentos de *venture capital*.

Com mais de trinta anos de experiência no segmento, a empresa Alfa conta com 21 colaboradores no seu operacional e possui *expertise* no investimento de empresas nos mais

diferentes estágios de desenvolvimento. Hoje, realiza investimentos que se enquadram tanto na modalidade de *venture capital* quanto investimentos de *private equity*.

A empresa utiliza Fundos de Investimento como veículo de aplicação dos recursos. Atualmente possui três Fundos em operação, dois na modalidade de *venture capital* – um Fundo Mútuo de Investimento em Empresa Emergente (FMIEE) e um Fundo de Investimento em Participação (FIP) – e um na modalidade de *private equity* (FIP).

O fundo de *venture capital* em operação mais antigo da empresa foi lançado em 2006 e conta com R\$ 61,5 milhões em capital comprometido. O fundo realizou investimentos em oito empresas e possui ainda três em carteira. Atualmente o fundo não está mais realizando novos investimentos e encontra-se em fase de Monitorar e Desinvestir os investimentos já realizados.

O fundo de *venture capital* mais recente da empresa foi lançado no ano de 2012, possui R\$ 100 milhões em capital comprometido e pode investir até R\$ 20 milhões por empresa. O fundo é aberto apenas a investidores qualificados, sendo os principais investidores: BADESUL, BNDESPar, CAF, DESENVOLVE SP, ECONOMUS, LUTERPREV, PREVI, SEBRAE/RS e CRP.

O foco do fundo é investir em empresas inovadoras que atuem em mercados com boas perspectivas de crescimento, com projeto de crescimento consistente, e abertas à profissionalização e implementação de governança. Três empresas foram investidas até o momento e a fase atual do fundo é Monitorar as empresas investidas e prospectar novas para realizar investimento.

As entrevistas para este estudo de caso ocorreram no período de agosto a dezembro de 2014, quando foram ouvidos três entrevistados, assim designados:

- Entrevistado A1: é diretor Executivo e sócio da empresa Alfa. Economista, pós-graduado em Mercado de Capitais, mestre em Finanças e com especialização em *venture capital*. Ingressou na Alfa em 1994 e desde 2006 é Diretor Executivo. Possui experiência em todo ciclo de investimento, com 21 anos de experiência na indústria de *venture capital*, em mais de 80 operações e estruturação de oito Fundos de Investimento. É responsável pela coordenação geral da equipe operacional e seus processos;
- entrevistado A2: é *Officer Sênior* e sócia da empresa Alfa. Administradora, pós-graduada em Finanças e com especialização em *venture capital*. Possui sete anos de experiência na atividade de investimentos e serviços financeiros e participação

em Conselhos de Administração. Atualmente coordena a área de *venture capital* da empresa; e

- entrevistado A3: é *Officer Sênior* e sócio da empresa Alfa. Administrador, especialista em *private equity* e *venture capital*. Na Alfa desde 2005, é responsável pela área de transações (desinvestimento e operações especiais). Possui grande *expertise* em movimentos estratégicos e modelagens financeiras – *project finance* e *Mergers and Acquisitions*– com visão e *networking* amplo no ambiente de negócios, tendo liderado 18 operações. Possui experiência de dez anos no segmento de *private equity* e *venture capital*, atuando em mais de 40 operações.

Para este estudo de caso, como fonte primária de dados, são consideradas as informações prestadas pelos três entrevistados. Tais informações, sempre que viável, são complementadas pelo regulamento do Fundo de Investimento analisado, como sendo fonte secundária de dados.

#### **4.1.2 Beta**

A Beta é um VCs com sede em Florianópolis, SC, fundada no ano de 2013. A empresa conta com nove colaboradores e possui como missão prospectar e selecionar empresas nascentes ou em estágio inicial com grande conteúdo inovador e alto potencial de crescimento, de forma a propiciar no longo prazo retornos adequados tanto para os investidores quanto para as empresas investidas. A empresa é focada exclusivamente em investimentos do tipo de *venture capital*, não realizando operações que poderiam se enquadrar como investimentos do tipo de *private equity*.

O veículo de investimento utilizado pela empresa é um Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras, que possui R\$ 80 milhões em capital comprometido. O fundo tem como foco investir em empresas inovadoras, que estejam operacionais e tenham faturamento inferior a R\$ 16 milhões.

Dois investimentos já foram realizados pelo Fundo e atualmente ele se encontra na fase de monitorar as empresas investidas e prospectar novas oportunidades de investimento. O fundo é aberto apenas a investidores qualificados, sendo os principais investidores: Financiadora de Estudos e Projetos; Federação das Indústrias do Estado do Paraná; Banco Interamericano de Desenvolvimento/Fundo Multilateral de Investimento; *International Finance Corporation*; e CAF (Banco de Desenvolvimento da América Latina).

As entrevistas para este estudo de caso ocorreram em janeiro de 2015, quando foram ouvidos três entrevistados, assim designados:

- entrevistado B1: é *Investment Officer* na empresa Beta. Graduado e Doutor em Química pela Universidade de São Paulo e Pós-Graduado em Finanças Corporativas pelo Centro Universitário de Araraquara. Possui mais de seis anos de experiência na indústria de *private equity* e *venture capital*. Com atuação na prospecção de empresas, análises e estudos setoriais, análise estratégica, avaliações econômico-financeiras (*valuation*) e inovação. Anteriormente à Beta, foi analista de investimentos na Trivèlla Investimentos atuando principalmente na área de prospecção de empresas, análise e monitoramento para fundo de *venture capital*. Também atuou como Pesquisador em Química na USP com linha de pesquisa em fontes alternativas e limpas de energia e como Analista de Laboratório em Indústria Metalúrgica. Possui Certificação Profissional Anbima - Série 20 e é autorizado pela CVM a administrar Carteira de Valores Mobiliários;
- entrevistado B2: é *Investment Officer* na empresa Beta. Graduado em Administração de Empresas com Habilitação em Marketing pela Única Centro de Educação Superior. Possui mais de cinco anos de experiência na indústria de *venture capital*, com atuação na prospecção de empresas, análise mercadológica, análise estratégica, análise da execução, análise de equipe, análise de negócio, análise financeira e inovação. Anteriormente à Beta, foi Analista de Investimentos na Companhia de Participações (CRP), por três anos, atuando principalmente na área de prospecção de empresas para fundos de *venture capital* e dando suporte no processo de análise de investimento. Também atuou como Analista de Crédito e Cobrança na Cecrisa Revestimentos Cerâmicos S.A., sendo responsável pela região Sul do Brasil e na área comercial da vinícola Villa Francioni Agro Negócios; e
- entrevistado B3: é *Investment Officer* na empresa Beta. Graduado e Mestre em Ciências da Computação pela USP, tem *Master Business Administration* Executivo em Finanças pelo *Ibmec Business School* e extensão em fusões, aquisições e alianças estratégicas pela *Kellogg School of Management* (Chicago) e em inovação pela *Singularity University (NASA Ames Center, no Vale do Silício)*. Possui 14 anos de experiência nas áreas de consultoria em tecnologia e segurança da informação, gestão, fusões, aquisições e alianças estratégicas adquirida em instituições como USP, CPqD Telecom & IT Solutions, Banco Santander, KPMG,

Ciberbras e Mirach Ventures. Membro desde 2011 do Latin America Advisory Board da Associação Internacional de Educação e Certificação de Profissionais de Segurança da Informação 2 - *International Information Systems Security Certification Consortium* e do *Advisory Board* da *Start-up Gabstr Inc.*

Para este estudo de caso, como fonte primária de dados, são consideradas as informações prestadas pelos três entrevistados. Tais informações, sempre que viável, são complementadas pelo regulamento do Fundo de Investimento analisado, como sendo fonte secundária de dados.

#### 4.1.3 Gama

A Gama é uma Aceleradora de *Start-ups* com sede em Porto Alegre, fundada no ano de 2013. A empresa possui um modelo de negócio diferente dos VCs Alfa e Beta, oferecendo, além de capital financeiro, mentoria e estrutura de incubação. Atualmente conta com seis colaboradores e 57 investidores, que atuam também como mentores, proporcionando para as *Start-ups* aceleradas um amplo *networking* e experiência em diversos setores da economia.

Os 57 investidores da Gama possuem um Fundo (não cadastrado na CVM) que fornece capital para a Aceleradora, e esta, por sua vez, realiza investimentos diretamente nas empresas selecionadas. A seguir, o Entrevistado G3 explica como funciona a relação entre os Investidores e a aceleradora:

A Gama se estruturou em um modelo inovador para aceleradoras. O modelo tradicional da aceleradora é juntar as duas figuras, de investidor e mentor. Nós pegamos o investidor e o mentor, mas separamos isso juridicamente em duas entidades, uma entidade que faz o processo de investimento e mentoria e a outra [...] é uma aceleradora que é uma entidade sem fins lucrativos [...]. Pela legislação brasileira, existe muita burocracia na questão de criar fundos... então a figura jurídica que escolhemos foram S.A. que se constituem, fazem investimento e juntam um grupo de investidores mentores. (ENTREVISTADO G3)

O Fundo de Investimento da Gama possui R\$ 3,84 milhões de reais disponíveis para investir. O valor aportado e a participação nas empresas investidas são fixos, sendo R\$ 50.000,00 ou R\$ 150.000,00 dependendo do estágio de desenvolvimento da empresa, para uma participação societária de 20%. O Fundo já realizou 23 investimentos e atualmente se encontra na fase de monitorar as empresas investidas e prospectar novas oportunidades de

investimento. Diferentemente dos *cases* anteriores, a Gama não possui o requisito de ter apenas Investidores Qualificados aportando dinheiro no fundo.

As entrevistas para este estudo de caso ocorreram no período de agosto a dezembro de 2014, quando foram ouvidos três entrevistados, assim designados:

- entrevistado G1: idealizador, Investidor e Mentor na Gama. Engenheiro Eletricista, com 30 anos de experiência na área de Tecnologia da Informação. Foi cofundador de duas empresas de sucesso neste setor: a Plugin/Vanet Sistemas de Comunicação S.A., uma pioneira em prover serviços de internet no Rio Grande do Sul e a Mercador S.A., líder na integração da cadeia de suprimentos. Como executivo, atuou como diretor de tecnologia, de produto e como *Chief Executive Officer* da Neogrid, empresa que adquiriu a Mercador.com, e de seu braço internacional, a Agentrics, empresa com matriz em Chicago e escritórios em Londres, Amsterdam e Tóquio. É sócio da MDM Solutions;
- entrevistado G2: investidor e Mentor na Gama. Tem 24 anos de atuação na área de Tecnologia da Informação com experiências como executivo, empreendedor e também como professor e pesquisador universitário. Possui foco em liderança e estratégia de tecnologia com sólidos conhecimentos técnicos e experiência na construção e operação de produtos de *software* como serviço. Experiência rica em processos de M&A, gestão de equipes remotas nacionais e internacionais em diversas áreas da TI. Possui Doutorado em Ciência da Computação e MBA em Gestão Empresarial; e
- entrevistado G3: idealizador, Investidor e Mentor na Gama. Empresário pioneiro no desenvolvimento da indústria da Tecnologia da Informação no Rio Grande do Sul, tendo fundado empresas seminais como Digitel e Altus. Mestre em Ciência da Computação pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), foi professor do Instituto de Informática por 23 anos, onde criou a cadeira de Empreendedorismo. Atuou em entidades como FIERGS, ABICOMP, SUCESU/RS, INTERNETSUL, Comitê Gestor da Internet no Brasil e ICANN, onde atuou até recentemente e desenvolveu extensa rede de relacionamento com empresários e profissionais ligados à Internet em todo mundo. Atualmente é conselheiro no SEPRORGS, diretor da Junior Achievement-RS, conselheiro da FAPERGS, investidor anjo da empresa Vakinha e diretor executivo da empresa Powerself, da qual é sócio-fundador.

Para este estudo de caso, como fonte primária de dados, são consideradas as informações prestadas pelos três entrevistados. Tais informações, sempre que viável, são complementadas pelo “Caderno do Investidor”<sup>2</sup> analisado, como sendo fonte secundária de dados.

De posse das características das três organizações estudadas, o Quadro 5 apresenta um comparativo entre elas.

Quadro 5 - Principais características dos casos objeto de estudo

<b>Empresa</b>	Alfa	Beta	Gama
<b>Ano de fundação</b>	1981	2013	2013
<b>Número de Colaboradores</b>	21	9	6
<b>Veículo de Investimento</b>	Dois Fundos de Investimentos: Um FIP e um FMIEE	Um Fundo de Investimento: FMIEE	Um Fundo de Investimento: privado
<b>Capital sob Gestão (venture capital)</b>	R\$ 161,5 milhões	R\$ 80 milhões	R\$ 3,86 milhões
<b>Valor investido por empresa</b>	Variável até o limite de R\$ 20 milhões	Variável até o limite de R\$ 16 milhões	Fixo: R\$ 50.000,00 ou R\$ 150.000,00
<b>Participação societária na empresa</b>	Sócio minoritário com percentual negociado caso a caso.	Sócio minoritário com percentual negociado caso a caso.	Sócio minoritário com percentual de 20%.
<b>Público Alvo</b>	Investe desde empresas <i>Start-ups</i> até empresas de médio porte.	Investe preferencialmente em empresas <i>Start-ups</i> operacionais de pequeno porte, podendo investir até 20% do seu capital em empresas de médio porte.	Investe em empresas <i>Start-ups</i> de pequeno porte, operacionais ou não.

Fonte: elaborado pelo autor (2015).

As três organizações possuem perfis de investimentos distintos o que se reflete principalmente no capital sob gestão e no capital investido por empresa. Apesar das diferenças podem-se perceber também semelhanças entre elas. Como público-alvo, todos os VCs estudados analisam investir em *Start-ups* e em relação à formalização jurídica adotada após a realização do investimento, todos assumem uma participação como sócios minoritários nas empresas investidas.

<sup>2</sup> O Caderno do Investidor é um documento similar à Tese de Investimento utilizada pelos outros dois VCs.

## 4.2 CARACTERIZAÇÃO DO PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO

Caracterizar o processo de tomada de decisão das empresas de *venture capital*, utilizando como referência a Teoria da Decisão Estratégica, foi o objetivo primário deste estudo. A seguir são apresentadas as características do Processo de Tomada de Decisão dos VCs, com base nas três fases centrais propostas por Mintzberg et al. (1976): Identificação, Desenvolvimento e Seleção.

### 4.2.1 Identificação

Conforme Mintzberg et al. (1976), a fase de Identificação é composta de duas rotinas. A primeira é colocada pelos autores como sendo a de **Reconhecimento**, na qual uma oportunidade é identificada, invocando uma decisão. A segunda é a de **Diagnóstico**, quando os gestores coletam informações para clarificar e melhor compreender a oportunidade.

Em relação à rotina de **Reconhecimento**, foram encontradas duas principais maneiras com as quais os VCs identificam uma possível oportunidade: por prospecção ativa e por prospecção passiva. Na primeira, os VCs é que buscam ativamente empresas, ou seja, é deles a iniciativa de aproximação entre as partes. A prospecção passiva ocorre de duas principais maneiras: o empreendedor busca a aproximação e entra em contato diretamente com o VCs; ou alguém da rede de relacionamento do VCs indica um empreendedor a ele.

Na prospecção ativa, como forma de encontrar oportunidades, a empresa Beta dividiu as prospecções por líderes regionais. Os gestores designados para cada região são responsáveis por buscar empreendedores em eventos, aceleradoras, incubadoras, notícias e na internet. Foi apontado pelos gestores da Beta que, por estarem localizados dentro de um Parque Tecnológico, o próprio Ecossistema no qual estão inseridos os auxilia muito na busca por Empresas de Base Tecnológica. Um dos entrevistados da empresa Beta citou que possuem uma Incubadora dentro do Ecossistema em que estão inseridos.

Eu percorro as incubadoras, aceleradoras, as principais cidades que têm polo tecnológico na minha região, Paraná e São Paulo, apresentando o fundo, apresentando a tese, a Beta e verificando quais empresas têm interesse, e aí eu já, dentro dessa questão de a gente ter uma boa relação com o ecossistema, fiz algumas pontes já com algumas aceleradoras, incubadoras onde eu tenho uma agenda frequente de ir lá e ajudar a selecionar, ajudar a dar mentoria, apresentar o fundo

para as empresas e algumas acabaram conhecendo a gente lá. (ENTREVISTADO B1)

A empresa Alfa também tem uma estrutura de prospecção ativa com profissionais dedicados à busca de novas oportunidades, possuindo inclusive um sócio responsável por essa parte. É ressaltada pelas empresas de *venture capital* a importância de se ter uma estrutura de busca para que a prospecção tenha um padrão de perfil. Com isso, conseguem direcionar as oportunidades quanto a setor de atividade, porte da empresa, localização geográfica, possibilitando assim aumentar o padrão de qualidade da filtragem, além de possibilitar o controle e o gerenciamento do volume de empresas trabalhadas.

Além da busca ativa por oportunidades, os VCs apontam que muitas vezes são as empresas quem os procura com interesse em receber investimento ou são indicadas a eles por terceiros. Esse tipo de aproximação, no qual o estímulo inicial é externo, é chamado de Prospecção Passiva. Os VCs apontam-na como sendo a forma mais importante de identificar oportunidades, visto que quanto maior os números de oportunidades analisadas, melhor tendem a serem os investimentos realizados.

No final do dia a gente está falando de estatística aqui, tem que entrar 100 empresas para fazermos um ou dois investimentos, se entrar somente 50 a gente provavelmente não vá fazer, ou se fizer, vamos fazer com um risco maior, pois estatisticamente vamos estar escolhendo fora da curva, então optamos por montar essa estrutura. (ENTREVISTADO A1)

Como forma de incentivar a prospecção passiva os VCs mantêm canais de comunicação para que as empresas possam entrar em contato e trabalham na divulgação dos seus serviços junto aos ecossistemas ligados à inovação. O principal canal pelo qual as empresas entram em contato com os VCs é através de seus *websites*. Neles, as empresas podem se cadastrar e enviar um resumo de seus negócios, indicando o setor de atividade, faturamento e um sumário de um plano de negócios.

Foi apontado nas entrevistas que a atividade de *venture capital* ainda é incipiente no Brasil e por isso os VCs consideram importante trabalhar na divulgação de suas empresas e serviços dentro da sua rede de relacionamento e dentro dos ecossistemas em que estão inseridas as Empresas de Base Tecnológica. É comum as empresas de *venture capital* manterem um relacionamento próximo das Incubadoras, Universidades, Bancos de Fomento e participar de eventos ligados à inovação.

Tem uma pessoa trabalhando o ecossistema, a gente tá muito perto do ecossistema e ajudando o ecossistema, para que no futuro a prospecção seja muito mais passiva, ou seja, pelo trabalho desta pessoa ligada ao ecossistema que frequentemente visita e ajuda as incubadoras, a gente espera que naturalmente a oportunidade venha até nós. (ENTREVISTADO B1)

Um dos gestores da empresa Beta aponta que a prospecção passiva apresenta oportunidades mais qualificadas para avaliação.

A busca passiva com certeza em alguns pontos traz um empreendedor mais próximo da realidade, porque se ele veio buscar a gente, ele já pesquisou sobre a Beta, já sabe a região que atuamos, já conhece alguém que a gente conversou e indicou esse empreendedor, ele já sabe pelo menos o que é *venture capital* e o que esse fundo pode trazer para ele além do capital, então, esse empreendedor que vem ele buscando, a gente buscando de forma passiva, ele tem um conhecimento maior do processo. (ENTREVISTADO B2)

Já a empresa Alfa tem um entendimento diferente em relação à qualidade das oportunidades geradas na prospecção passiva: “A prospecção passiva naturalmente tem uma qualidade mais dispersa, vem um monte de coisa ruim, coisa sem foco etc., coisa que não tem nada a ver, que a gente já mata na casca, mas vem bastante coisa às vezes até boa que vem até nós”. (ENTREVISTADO A1)

Todas as empresas estudadas colocam que trabalham para que sua prospecção passiva seja mais representativa do que a ativa, no entanto apenas a empresa Gama se encontra nesta realidade. As empresas Alfa e Beta comentam que no início de suas atividades a prospecção ativa representava mais de 80% das oportunidades identificadas, mas que agora, com todo o trabalho desenvolvido nos últimos anos com parceiros e com o ecossistema ligado à inovação, esta relação já está próxima de 50%. Um dos motivos que facilita a prospecção passiva da empresa Gama é trabalhar com empresas que se encontram em fases iniciais de desenvolvimento. Conforme aponta o Entrevistado A1, empresas mais jovens, lideradas por empresários mais jovens, tendem a serem mais proativas e abertas a diferentes formas de financiamento. Nas palavras dele, “as empresas menores elas procuram mais, os empresários são mais jovens, se arriscam mais, entram no site, mandam e-mail, se sentem mais à vontade para ligar, são mais proativos”. (ENTREVISTADO A1)

Os resultados encontrados na rotina de reconhecimento são similares aos encontrados na pesquisa de Tyebjee e Bruno (1984), que também colocam a prospecção ativa e passiva – tanto o empreendedor fazer o primeiro contato quanto ele ser indicado por um terceiro – como fonte de origem de negócios. Todos os entrevistados apontam a importância de se trabalhar a rede de relacionamento como forma de originar oportunidades, corroborando com os achados

de Fried e Hisrich (1994), os quais apontam que os VCs se esforçam para se fazerem conhecidos dentro dos ecossistemas nos quais possuem interesse em investir. Os autores colocam duas principais razões pelas quais os VCs trabalham a rede de relacionamento: os negócios que chegam por referência têm mais chance de passar pelos primeiros filtros de análise se o VCs confia em quem indicou; e esse, por já conhecer o VCs, tende a saber qual tipo de investimento o interessa.

Conforme Mintzberg et al. (1976), após o reconhecimento de uma oportunidade, a segunda rotina do processo decisório estratégico abrange a coleta de informações visando melhor compreendê-la, sendo esta definida pelos autores como a rotina de **Diagnóstico**. Nos casos estudados foi visto que quando o empreendedor busca o VCs através de seu *site*, o formulário preenchido para contato é fonte das primeiras informações analisadas pelos VCs. Neste formulário são levantadas informações como os dados de contato do empreendedor, uma síntese do modelo de negócio de sua empresa, porte de faturamento e quais suas aspirações quanto ao capital requisitado.

E aí começa o processo que é uma inscrição do projeto dentro do nosso funil que é a entrada através do *site* da Gama, ali tem um formulário de inscrição, esse é o começo do processo, ali ele descreve seu modelo, plano de negócio, seu negócio de maneira geral. (ENTREVISTADO G3)

Os empreendedores podem entrar em contato pelo *site*, em eventos que participamos que tiver relacionamento, e fazer o cadastro, enviar informações. Esse processo inclusive está sendo facilitado, pois hoje temos um volume de perguntas muito grande. Estamos colocando um processo mais simples e rápido que em alguns minutos já o empreendedor consegue mandar um sumário de um plano, para a gente poder ter a visibilidade de se é ou não adequado, para a gente evoluir no processo de avaliação. (ENTREVISTADO B2)

Nas oportunidades identificadas através da busca ativa por parte do VCs e pela indicação de terceiros, os gestores colocam que as primeiras informações coletadas são as públicas, encontradas em *sites* e notícias na internet. Após, é feito contato direto com o empreendedor para solicitar demais informações necessárias para uma primeira análise. Estas primeiras informações coletadas são importantes para que os VCs possam avaliar, sem depender muito tempo, se esta possível oportunidade se enquadra dentro de sua tese de investimento ou não, ou seja, se passa pelos seus pré-requisitos.

Em um estudo sobre os critérios utilizados pelos VCs para eliminar empresas no início do processo de análise, Franke e Henkel (2008) referem a avaliação do Plano ou Modelo de Negócio como principal critério utilizado. Os resultados desta dissertação apresentam características distintas em relação ao apontado por Franke e Henkel (2008). Conforme

apontado pelos gestores, a quantidade de *cases* para se analisar é muito grande, portanto, em um primeiro momento, os VCs utilizam critérios objetivos para eliminar rapidamente as empresas que não se enquadrem em sua política de investimento.

As empresas Alfa e Beta, por realizarem seus investimentos através de um Fundo de Investimento cadastrado na CVM, são obrigadas por lei a formalizarem um documento chamado de “Regulamento do Fundo”. Este é um documento formal, de acesso público, no qual os VCs delimitam aonde e como irão realizar seus investimentos, e dentro destas delimitações são apontados diversos pré-requisitos que as empresas devem atender para poderem seguir sendo analisadas, conforme exemplifica o Entrevistado B1: “A gente tem pré-requisitos que são *linkados* com o regulamento do fundo. A gente criou a tese de investimento, a tese se refletiu no regulamento”. No caso da empresa Gama, por realizar investimento através de um Fundo de Investimento privado, ela não possui o Regulamento do Fundo formalizado, no entanto foi apontado por seus gestores nas entrevistas que possuem sim pré-requisitos que as empresas devem atender para seguirem sendo analisadas. Os pré-requisitos identificados nas entrevistas e nos Regulamentos dos Fundos podem ser divididos em cinco grandes grupos: Estágio de Desenvolvimento; Inovação; Setor de atuação; Faturamento; e Localização Geográfica.

Em relação ao Estágio de Desenvolvimento, as empresas Alfa e Beta apontaram que para avaliarem uma empresa, esta precisa necessariamente estar operacionalmente ativa, ou seja, não investem em empresas que ainda estão apenas no papel.

A empresa tem que estar operacional, ela pode não necessariamente ter uma curva de faturamento, mas também não investimos para fazer Pesquisa & Desenvolvimento. A empresa tem que estar com produto preparado para pelo menos entrar no mercado. Nós não vamos investir pra desenvolvimento de novo produto/tecnologia de uma empresa que não está atuante. (ENTREVISTADO B3)

Já para a empresa Gama estar operacional não é um pré-requisito, conforme fala do Entrevistado G1: “estamos olhando inclusive projetos na fase da ideia, aquele projeto que só está no *Power Point*”. Conforme a empresa, o papel de uma aceleradora é auxiliar as empresas desde o início, ainda em uma fase embrionária, e selecionar empreendimentos que possuam potencial. De acordo com o entrevistado G2, quanto mais operacional a empresa estiver, menor tende a ser o risco dela, no entanto maior vai ser a concorrência de VCs maiores para investir nela.

Se ela já começa a andar, faturar... daqui a pouco, ela escapa da nossa possibilidade investimento. Daqui a pouco, ela já vai para um fundo, primeiro *round* em um fundo de *venture capital*, então temos que conseguir pegar uma empresa que ela está ali embrionária, está começando a querer se posicionar, precisa de marketing, precisa de finanças. (ENTREVISTADO G2)

Quanto à Inovação, foi apontado por todos os VCs nas entrevistas que só consideram investir em empresas que apresentem algum grau de Inovação na proposta de negócio. Esta não precisa necessariamente ser uma inovação radical, mas não pode ser um projeto que tenha muitas empresas atuando de forma similar. Todos os gestores colocaram que é difícil trabalhar com um conceito objetivo de inovação; para o Entrevistado B2, o principal requisito para considerar uma empresa inovadora é ela “ser de base tecnológica e com inovação tecnológica. Não pode ser simplesmente uma replicação de um modelo, uma nova planta de produção de algum tipo específico que não tenha inovação. Nós não investimos em nada sem inovação de base tecnológica”.

Por sua vez, a empresa Alfa complementa este requisito descrevendo o que é inovação já em sua Tese de Investimento. A empresa define Inovação como sendo “introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social, que resulte em novos produtos, processos ou serviços”. Mesmo formalizando uma definição de inovação, a empresa ainda encontra dificuldade em determinar se uma empresa é ou não inovadora, conforme se pode perceber pelo relato do Entrevistado A2:

Em tese, sempre bonito falar empresas inovadoras e tal, mas tem uma dificuldade, pois inovação é um conceito bastante amplo. O que é inovador para mim talvez não seja inovador para ti. Tem protocolos como o manual de Oslo que define inovação, mesmo o conceito que está definido no manual pode não ser tão objetivo para definir esse termo, então esse termo acaba sendo definido pelo comitê de investimentos. (ENTREVISTADO A2)

Em relação ao Setor de Atuação, as empresas de *venture capital* tendem a ser multissetoriais. A empresa Beta é a única que possui foco de atuação exclusivo em quatro setores, sendo eles: Energias Sustentáveis; Ciências da Vida; Mídias Digitais; e TI & Telecom. Mesmo com a limitação de quatro setores, os gestores da empresa Beta colocam que cada um destes possui diversas subdivisões<sup>3</sup> que os deixam com um vasto leque de opções para busca de oportunidades.

---

<sup>3</sup> **Energias Sustentáveis:** Energias Renováveis, *Smart Grids*, Transporte Elétrico, Eficiência de Consumo, Geração Compartilhada, Soluções de Transmissão e Distribuição; **Ciências da Vida:** Bioengenharia, Biotecnologia, Fármacos, Dispositivos Médicos, Diagnóstico por Imagem e Telemedicina, Aparelhos e Aplicações para Saúde; **Mídias Digitais:** Novas Mídias – social e *online*, Mídias Interativas, Colaboração, *Social Analytics*, Games, Vídeo, Eduentretenimento, Marketing Digital; e **TI & Telecom:** Virtualização e

Para a empresa Gama, o único pré-requisito em relação ao setor é que ele seja escalável, ou seja, que possibilite o crescimento do negócio sem um aumento proporcional de custos. Por exemplo, até pode existir o componente de serviço no negócio, desde que este não seja a parte majoritária da atuação. Tanto a empresa Alfa como a empresa Beta possuem como restrições investimentos em setores envolvidos com produção ou comércio de armas e munições, bebidas alcoólicas e tabaco.

De forma a focar os investimentos em empresas de pequeno e médio porte, as empresas de *venture capital* possuem requisitos quanto ao Faturamento<sup>4</sup> das empresas que podem investir. A empresa Alfa possui ampla extensão em relação a este requisito, podendo investir em empresas com faturamento entre 0 e R\$ 150 milhões. Os gestores da empresa apontam que é importante para a empresa manter um alvo amplo para poder conseguir investir desde *Start-ups* até negócios de médio porte. A empresa Beta possui requisitos mais restritos em relação ao faturamento, sendo que 80% dos recursos do fundo devem ser investidos em empresas com faturamento de até R\$ 3,6 milhões e os 20% restantes podem ser investidos em empresas com faturamento de até R\$ 16 milhões. A política de investimento da empresa Gama (investimento fixo por participação fixa) já direciona os investimentos dela em pequenas e médias empresas; por tal razão, a empresa não possui requisitos em relação ao faturamento.

O último pré-requisito identificado é referente à Localização Geográfica. Os Vcs, além de fornecerem capital para as empresas, fornecem apoio gerencial a elas após o investimento, em uma fase chamada de monitoramento. Esta é uma fase que exige um acompanhamento próximo do VCs, pois participa da rotina da empresa, auxiliando-a em questões estratégicas. Conforme relato do entrevistado B3, para conseguir realizar este acompanhamento de maneira adequada, a empresa de *venture capital* acaba focando, mas não limitando-se, a regiões específicas.

Outro limitador é a questão geográfica, pelo regulamento do fundo a gente até poderia investir em todo Brasil, mas por uma questão estratégica de monitoramento, isso é muito complexo, investir em uma empresa do Nordeste, ou até mesmo do Centro-Oeste, é muito difícil esse tipo de monitoramento na metodologia e nos níveis de suporte que gostaríamos de entregar para as empresas investidas. (ENTREVISTADO B3)

<sup>4</sup> Faturamento referente ao ano fiscal anterior à análise.

Na literatura, Tyebjee e Bruno (1984), Fried e Hisrich (1994) e Petty e Gruber (2011) também colocam que os VCs possuem pré-requisitos no diagnóstico inicial das oportunidades de investimento. Maxwell et al. (2011) corroboram os resultados deste trabalho e apontam que os VCs recebem mais oportunidades do que sua capacidade de analisar permite, e que a utilização de pré-requisitos objetivos é uma prática adotada para reduzir a quantidade de oportunidades para um número no qual se possa fazer uma análise mais profunda.

#### 4.2.2 Desenvolvimento

Após a etapa de Identificação, a segunda fase central do processo decisório proposto por Mintzberg et al. (1976) é a de **Desenvolvimento**. De acordo com os autores, esta fase compreende as etapas que levam ao desenvolvimento de uma ou mais soluções para o problema/crise, ou no contexto deste trabalho, a configuração de uma oportunidade. Duas rotinas fazem parte desta fase: **Busca**, na qual se visa encontrar uma solução pronta; e **Design**, no qual se desenvolve uma solução customizada ou se modifica uma solução pronta.

Em conformidade com a fase de **Desenvolvimento**, foi relatado pelos VCs que, após a eliminação das empresas que não atendem aos pré-requisitos, é realizada uma pré-análise, também chamada de análise inicial. Nesta fase ocorre uma avaliação, ainda superficial e sem significativo dispêndio de recursos (financeiro e humano) das empresas restantes, a fim de definir se estas se enquadram como uma oportunidade de investimento ou se serão eliminadas do processo de análise. Foi apontado nas entrevistas que os gestores utilizam a experiência de investimentos anteriores para analisar as novas empresas, no entanto todos argumentaram que cada empresa analisada possui particularidades e que não existe uma solução pronta capaz de estabelecer que determinada empresa se enquadra como um oportunidade ou não. Dada esta situação, no contexto específico das empresas de *venture capital*, a fase de **Desenvolvimento** é compreendida apenas pela rotina de **Design**, em que análises anteriores são consideradas e adaptadas para avaliar novas empresas ou novos processos de análises são desenvolvidos inteiramente para avaliar empresas.

O foco inicial dos VCs nesta pré-análise é validar o modelo de negócio das empresas que passaram pelos filtros (pré-requisitos) da fase anterior. Para os VCs, validar o modelo de negócio significa determinar se esta empresa possui um negócio viável, sustentável e que se enquadre na Tese de Investimento. Para esta validação, os gestores colocam que precisam compreender o básico do negócio das empresas analisadas, o que, em se tratando de empresas nascentes de base tecnológica, não é algo simples. O primeiro passo constatado nesta etapa é a

realização de uma nova coleta de informações com o(s) gestor(es) da empresa analisada, conforme exemplifica o Entrevistado A2.

A gente trabalha muito junto com o empreendedor, então a construção ou o plano de negócios que ele nos apresenta a gente valida ele muito com discussões, são muitas reuniões de interações para entender... se o plano dele é passar de 100 para 300, como está estruturada a empresa hoje e para fazer os 300, o que precisa fazer. Muitas vezes as empresas que olhamos são de um ou dois homens somente, então tem toda uma construção de equipe, estratégia de marketing, estratégia de produção, por vezes tem que passar por uma ampliação grande de fábrica quando a gente fala de uma indústria ou de uma estrutura grande de desenvolvedores quando falamos de TI e como que a empresa está preparada para absorver esse crescimento em tão pouco tempo, depois entender a estratégia de marketing, comercial, como ela vai distribuir esse produto, como vai capturar clientes..., mas isso tudo é feito através de entrevistas, conversas, bate-papo. (ENTREVISTADO A2)

Caso a empresa analisada atue em um setor ou possua um modelo de negócio que não seja de domínio da empresa de *venture capital*, esta busca auxílio externo para realizar a validação. Duas principais fontes foram relatadas nesta busca: primeiro o VCs busca em sua rede de relacionamento empresas ou parceiros que atuam ou possuem *expertise* no setor ou no modelo de negócio analisado e questionam eles a respeito de como está o setor, se conhecem a empresa analisada, as perspectivas futuras do setor; e segundo, caso não encontre auxílio em sua rede de relacionamento, o VCs busca consultar especialistas para avaliar o modelo de negócio e o setor da empresa analisada.

Avançando a validação do modelo de negócio, a empresa Gama também busca analisar questões técnicas: se a tecnologia utilizada na empresa é adequada, e a capacidade emocional dos empreendedores, ou seja, se o perfil psicológico deles se enquadra no que buscam. A empresa Beta trabalha na pré-análise com uma metodologia própria que denomina de “heptagrama”. Nesta metodologia são analisadas sete variáveis, sendo elas: pessoas, execução, gestão, inovação, mercado, finanças e a Tese de Investimento. Estas variáveis são analisadas desde o início, sendo que, conforme as empresas vão evoluindo no processo, a análise se torna mais criteriosa, como se pode perceber no relato do Entrevistado B1: “na fase 3, a gente olha as sete variáveis com quatro, cinco perguntas dentro de cada um dos itens. Na fase quatro já tem vinte perguntas para cada uma das variáveis”. A empresa Alfa realiza seu *design* pela análise de quatro principais pilares. O primeiro é a validação do modelo de negócio em si, o que chamam de “Viabilidade do Modelo de Negócio”. O segundo é o pilar relativo a pessoas, no qual avaliam se os gestores da empresa analisada possuem um perfil adequado. O terceiro é o pilar “Mercado”, em que avaliam o tamanho e potencial do mercado

de atuação e o produto. O último pilar é o “Econômico”, que aborda questões como a Valoração (*Valuation*), Fluxo de Caixa e as Finanças da empresa.

Como parte da análise, os VCs costumam realizar um processo de *due diligence* nas empresas antes de investir. De acordo com os entrevistados, este processo é realizado após a aprovação do investimento, e em algumas situações acabou gerando descontentamento com os investidores, pois é um processo oneroso cuja responsabilidade de arcar com as despesas é do fundo de investimento, e, muitas vezes, os investidores tiveram que arcar com essas despesas sem a efetiva realização do investimento. Conforme relatos, houve casos de empresas que passaram pela pré-análise, obtiveram aprovação do investimento e na realização da *due diligence* foram identificados diversos problemas que inviabilizaram o aporte de capital. Foi colocado que o processo de *due diligence* segue sendo realizado da mesma maneira e que, para mitigar o problema, os VCs trouxeram para a fase de pré-análise um processo de *pré-due*, que é referido como sendo uma minidiligência, pela qual funcionários da empresa de *venture capital* avaliam, de forma superficial, aspectos legais e contábeis das empresas analisadas. Conforme se percebe nos relatos a seguir, mesmo sendo uma avaliação superficial, este é um processo criterioso que abrange diversas áreas da empresa.

A gente faz uma pré-avaliação, solicita certidões, cópia dos contratos, avalia se a empresa existe ou não, se tá naquele endereço, se não tem algum tipo de problema legal, se os empreendedores estão com as certidões negativas mínimas ok, se tem algum problema legal ali que a gente já pode verificar preliminarmente nas certidões que a gente solicita, nas primeiras, que é na *pré-due*. Como nas questões contábeis/financeiras, a gente pega todas as informações do financeiro com o contábil dele pra ver se as projeções que ele colocou, realmente se aqueles números são contabilizados de forma correta, se o número que ele diz de EBITDA que ele tem de fechamento é realmente aquele que ele diz ou se ele contabiliza algo muito errado, sempre tem alguma diferença que a gente acha, mas procuramos identificar se é alguma coisa muito distante da realidade que ele acha, às vezes o empreendedor acha que tem um EBITDA monstruoso e na prática, se for ver o número real, ele contabiliza errado, na prática os números não são aqueles... isso acontece com bastante frequência. Nessa *pré-due diligence*, a gente já tem que ter esses números próximos pra poder apresentar o *valuation* para o empreendedor, tem que saber se o empreendedor tem uma empresa que é boa ou não, se tá funcionando ou tá adequada para funcionar. (ENTREVISTADO B2)

Além de antecipar uma parte do processo de *due diligence*, as experiências com investimentos passados fizeram com que os VCs antecipassem uma negociação inicial de outras duas questões centrais: *Valuation* e Contrato de Investimento.

Para a empresa Gama, a questão do *Valuation* é mais objetiva. O investimento realizado é ou R\$ 50 mil ou R\$ 150 mil por uma participação de 20% na empresa. Esses valores são passados aos empresários nessa fase e, caso sejam aceitos, a empresa prossegue

no processo de análise. Se o empresário não concordar com esses valores, a Gama pode até negociar mais adiante no processo uma redução na participação societária dela conforme o desempenho da empresa investida, no entanto investir valores acima de R\$ 150 mil é descartado pela empresa. As empresas Alfa e Beta apontaram que, inicialmente, passam uma estimativa de valor ao empreendedor e que se esse número ficar muito longe do que ele imagina, a empresa pode ser descartada do processo de seleção. Conforme aponta o Entrevistado A1, essa prática foi desenvolvida com base na experiência de processos de seleção realizados anteriormente e tem como principal objetivo filtrar empresas que certamente seriam desconsideradas posteriormente.

No passado às vezes a gente incorreu no erro de deixar tudo para ser discutido no final da análise e aí tu botas 'eu acho que é 100, e o cara diz, eu achei que era 500', daí tu já trabalhou, já envolveu a empresa, já gastou, gastou tempo do empresário e jamais tu vai conseguir fazer uma aproximação se o princípio estava errado. (ENTREVISTADO A1)

O segundo item antecipado é a negociação do Contrato. Essa etapa ocorre de forma efetiva em uma das últimas partes do processo de investimento e, para se chegar nela, muitos recursos são gastos. De forma a reduzir a chance de ocorrer algum problema que inviabilize o investimento, os VCs trouxeram para a fase de pré-análise a apresentação e discussão das principais cláusulas contratuais. Conforme apontado nas entrevistas, por entrar como sócio minoritário, os VCs necessitam algumas cláusulas contratuais para garantir seus interesses, e muitas vezes, essas cláusulas são determinadas pelos investidores do Fundo, não sendo possível o VCs negociá-las com o empreendedor. De acordo com os gestores, possuem um modelo padrão de contrato que em algumas poucas coisas tem flexibilidade, geralmente não nas cláusulas em si, mas sim, nos percentuais de algumas delas.

O final da fase de **Desenvolvimento** ocorre quando os VCs conseguem acordar com o empreendedor as principais cláusulas contratuais e um valor aproximado de *Valuation*. Conforme descrito nas entrevistas, superadas essas questões, a construção do Contrato de Investimento no final do processo se torna muito simples, pois já possuem os aspectos críticos da negociação acordados.

Todos os gestores entrevistados nesta pesquisa apontaram a prática de realizar uma análise inicial (pré-análise) mais sucinta antes da realização de uma análise mais aprofundada. A realização desta prática corrobora os resultados encontrados por Marques (2011), que aponta a realização de dois tipos de análises no processo decisório das empresas de *venture capital*. Conforme o autor, em um primeiro momento a empresa analisada apresenta seu

projeto para o VCs responsável e este verifica se ele atende aos pré-requisitos estabelecidos. Avançando para a segunda fase de avaliação, o projeto passa a ser analisado por uma equipe de VCs que, em conjunto, aprofundam a avaliação da empresa analisada. Mintzberg et al. (1976) constataram em sua pesquisa que a fase de desenvolvimento é a mais importante do processo de tomada de decisão e é nesta etapa que é consumida a maior parte dos recursos. No entanto, no contexto estudado neste trabalho, os gestores relatam que é apenas na próxima fase, de seleção, que os VCs despendem mais tempo e dinheiro para analisar as oportunidades. Essa prática, de analisar de forma sucinta no início, para apenas na análise final investir mais tempo e dinheiro, é apontada também por Fried e Hisrich (1994).

#### 4.2.3 Seleção

A terceira e última fase central proposta por Mintzberg et al. (1976) é a de **Seleção**. Mesmo que esta seja considerada a última etapa do processo decisório, muitas vezes na fase de **Desenvolvimento** ocorre a fragmentação de uma decisão em uma série de subdecisões, cada uma necessitando ao menos uma etapa de **Seleção**. Devido a estas características, é esperável que se tenha no processo decisório diversas etapas de **Seleção**, muitas dessas intrinsecamente ligadas à fase de **Desenvolvimento**. Mintzberg et al. (1976) apontam a existência de três rotinas nesta fase, sendo elas: **Exame**, **Avaliação-Escolha** e **Autorização**. No contexto deste trabalho, é contemplada nesta fase a realização de minuciosa análise, submissão para aprovação de uma proposição de investimento, processo de *due diligence*, contratação e aporte de capital.

A rotina de **Exame**, que é utilizada para reduzir uma grande quantidade de alternativas em poucas viáveis, é apontada por Mintzberg et al. (1976) como sendo uma rotina superficial, mais preocupada em determinar o que não é adequado do que determinar o que seja apropriado. No processo decisório das empresas de *venture capital*, os resultados desta pesquisa corroboram os achados de Mintzberg et al. (1976), uma vez que a rotina de **Exame** está intrinsecamente ligada à fase de desenvolvimento, pois como visto na fase anterior, os VCs realizam uma análise inicial a fim de eliminar as empresas que não sejam adequadas na sua política de investimento.

A rotina de **Avaliação-escolha** é definida como a seleção de uma alternativa através do processo de análise, julgamento, ou processo de barganha entre os tomadores de decisão (MINTZBERG ET AL., 1976). Como esta rotina pode ser considerada uma extensão da rotina de **Exame**, nem sempre a transição de uma etapa para outra é clara. Conforme apontam Fried

e Hisrich (1994), em certo momento os VCs desenvolvem uma ligação emocional com a proposta de investimento, e esse momento caracteriza o início da segunda fase do processo de análise, ou no caso deste trabalho, o início da rotina de Avaliação-Escolha. O tempo despendido nesta fase é significativamente maior e os objetivos também alteram. Enquanto que na análise anterior o objetivo é determinar o que é realmente uma oportunidade e eliminar as empresas que não se enquadram no perfil desejado, agora o objetivo é determinar quais os obstáculos para o investimento e se as empresas analisadas possuem as características buscadas pelos VCs (FRIED; HISRICH, 1994). Foram identificados nas entrevistas e em documentos das empresas objeto deste estudo quatro principais critérios analisados, sendo eles: Pessoas, Finanças, Mercado e Negócio.

Em se tratando do critério relacionado a Pessoas, os VCs apontam a importância de se avaliar o perfil dos principais executivos da empresa analisada. De acordo com os entrevistados não existe um único perfil ótimo e as características buscadas ao avaliar uma empresa podem ser diferentes das buscadas ao avaliar outra empresa. Ainda assim, duas principais características foram apontadas por todos os entrevistados como sendo desejáveis independentemente do negócio: capacidade de saber trabalhar em equipe; e capacidade de execução. Em relação à primeira, os entrevistados colocam que o dono da empresa analisada tem que ter ciência de que sua empresa precisa de mais gente para crescer; do contrário, o crescimento dela será limitado e o limite será o próprio dono. Em relação à capacidade de execução, os entrevistados colocam que necessariamente a empresa precisa ter uma pessoa com o perfil de executor, alguém que consiga fazer o que foi planejado e que consiga desenvolver as ações que a empresa necessita, conforme exemplifica o gestor da empresa Alfa:

Um ponto muito importante que levamos em consideração na nossa análise de risco é a capacidade de execução. Às vezes temos pessoas que estão fazendo doutorado, pós-doutorado e que desenvolveram uma grande tecnologia que vai revolucionar o mercado da saúde. Um negócio superbacana, superinovador, todo mundo se impressiona. Mas esses caras nunca tocaram uma empresa e ao contrário, eles não têm nenhum viés empreendedor, pois estavam dentro da faculdade e são apaixonados por pesquisa. Posso ter um ativo muito valioso para vender para uma grande farmacêutica, mas entre tirar isso de um ambiente de pesquisa e levar isso para um negócio, eu tenho um desafio de execução muito grande. Isso é uma realidade enorme nos fundos orientados para empresas inovadoras. (ENTREVISTADO A2)

No critério relacionado a Finanças duas principais características são analisadas pelos VCs. Em primeiro lugar, os VCs buscam investir em negócios que possibilitem elevada taxa de retorno, conforme salienta o Entrevistado A2: “isso tudo tem que no final do dia ser uma empresa lucrativa com uma boa perspectiva de crescimento”. A segunda característica

analisada neste critério é relacionada à saída do investimento. Os VCs apontam que desde o primeiro dia em que conversam com o empresário, deixam claro que realizam o investimento com data para sair, e, para isso, buscam investimentos que possibilitem oportunidade de saída. Os resultados encontrados neste critério corroboram os achados de Fried e Hisrich (1994), que apontam que os VCs não esperam alta liquidez, mas exigem que o investimento possua oportunidade de saída em um período de três a dez anos.

O terceiro critério analisado é o Mercado de atuação da empresa. Os VCs apontam que tem de ser um mercado com valor monetário expressivo que possibilite que a empresa cresça e tenha uma receita relevante. O Entrevistado A1 comenta:

A gente tem alguns *guidances*, não é tão perfeito, mas de não investir em mercados que sejam menores que R\$ 1bilhão. Mercado potencial como um todo, porque quando esses mercados são muito pequenos, as empresas também tendem a ter mais dificuldade de crescer e a empresa com dificuldade de crescer não gera caixa, não tem dinheiro para continuar a sua vida. Enfim, às vezes a gente não consegue ter mercado de R\$ 1 bilhão, é de R\$ 700 ou de R\$ 500 milhões, mas a gente tem essa métrica para tentar mirar ela. No passado, a gente chegou a investir em mercados de R\$ 80 milhões, R\$ 100 milhões, daí para uma empresa sair do zero e faturar R\$ 10, R\$ 20 milhões é muito difícil, tem muita construção pra fazer. Já em um mercado de R\$ 1 bilhão para o cara faturar R\$10 milhões é um negócio dez vezes mais fácil em tese. Ah, mas o *Market Share* é pequeno, sim, é pequeno, mas gera o caixa suficiente para ela faturar R\$ 100 milhões depois. Então buscamos muito isso também.

O Negócio é o quarto critério analisado pelos VCs. A principal característica buscada pelos VCs neste critério é que a empresa analisada possua um Negócio com escalabilidade. Por escalabilidade, o Entrevistado G1 explica que “a empresa tem que conseguir crescer sem demandar um crescimento proporcional de Mão de Obra, Recursos Humanos etc. Uma consultoria, por exemplo, não é um projeto escalável nesse aspecto”. Outra característica apontada nas entrevistas é que os VCs procuram evitar investir em negócios que possuam dependência do setor público, pois, conforme eles, o risco e as incertezas são elevados e difíceis de prever.

Os critérios utilizados pelos VCs estudados neste trabalho reforçam os resultados apontados por Petty e Gruber (2011). Conforme os autores, os critérios mais utilizados pelos VCs são: (i) características do produto/serviço; (ii) características do mercado-alvo; (iii) potencial financeiro; e (iv) características dos gestores. Os autores apontam ainda que estes critérios utilizados para selecionar as empresas também são importantes nas primeiras análises, quando o foco é diminuir o número de empresas analisadas.

Ao fim desta análise ocorre a escolha, por parte dos VCs, de quais as empresas que estão aptas a receber investimento. Esta decisão representa a transição entre a Rotina de Avaliação-Escolha e a de Autorização. De acordo com Mintzberg et al. (1976), as escolhas precisam de autorização quando os tomadores de decisão não possuem autoridade para definir os caminhos da organização. No contexto deste trabalho, os VCs trabalham com um Comitê de Investimento, formado pelas pessoas que investiram o dinheiro utilizado no veículo de investimento (Fundo de Investimento) da empresa de *venture capital*. Cabe ao Comitê de Investimento a decisão final de aprovar ou não a escolha realizada pelo VCs.

Após receber a aprovação por parte do Comitê de Investimento, as empresas Alfa e Beta realizam o processo de *due diligence* antes da efetiva contratação da empresa selecionada. O processo de *due diligence* é realizado mediante a contratação de auditoria externa e consiste em uma análise minuciosa na área legal e contábil da empresa. O Entrevistado A2 descreve o processo:

Tem um roteiro padrão que já são predefinidos os pontos que devem ser abordados nos dois requisitos e a nossa equipe de controladoria, os *officers* acompanham o processo. Depende do tamanho da empresa, leva de uma semana a um mês e depende da velocidade com que a empresa entrega as informações também. Dependendo do tipo de empresa, a gente faz uma *due diligence* ambiental, se for uma empresa industrial, se é uma empresa de tecnologia de algo mais disruptivo, a gente faz *due diligence* tecnológica também.

Caso este processo aponte alguma complicação inesperada pelo VCs, ocorre uma renegociação com a empresa analisada a fim de mitigar este problema e é enviada uma nova proposta para deliberação pelo Comitê de Investimento. Caso o comitê aprove novamente o investimento, o VCs efetiva o Contrato com a empresa selecionada e realiza o aporte do dinheiro.

O Quadro 6 apresenta uma síntese das fases centrais e rotinas do processo decisório das empresas de *venture capital* de acordo com as evidências encontradas nas entrevistas. Constata-se com as evidências apontadas que existe uma estrutura racional no processo decisório dos VCs e ele é compatível com o Modelo proposto por Mintzberg et al. (1976).

Quadro 6 - Etapas do Processo Decisório Estratégico – Evidências das entrevistas

Fases centrais	Rotinas	Evidências
Identificação	Reconhecimento da decisão	“Nós temos hoje dois modos. O ativo no qual a gente vai atrás e o passivo onde a empresa vem até nós.” (ENTREVISTADO B1)
	Diagnóstico	“Os empreendedores podem entrar em contato pelo <i>site</i> , em eventos que participamos que tiver relacionamento, e fazer o cadastro, enviar informações [...] Em alguns minutos já o empreendedor consegue mandar um sumário de um plano para a gente poder ter a visibilidade de se é ou não adequado para a gente evoluir no processo de avaliação.” (ENTREVISTADO B2)
Desenvolvimento	<i>Design</i>	“Temos o que chamamos de pré-análise que é logo depois que a gente toma a decisão de olhar o negócio.” (ENTREVISTADO A1)
Seleção	Exame	“Começamos a tentar buscar informações um pouco mais consistentes com a empresa para ver se ela consegue atender o nosso nível de exigência que nós gostaríamos das empresas ou se as oportunidades são realmente interessantes”. (ENTREVISTADO B3)
	Avaliação-escolha	“No nosso processo de análise profundo, [...] temos um questionário que passa de estrutura societária, Recursos Humanos, produto, processo, indústria/serviço, como ela fabrica/desenvolve o produto ou serviço, a parte financeira, mercado, liquidez. É um roteiro padrão nosso que tem umas 300 perguntas.” (ENTREVISTADO A2)
	Autorização	“Nossa equipe aqui, nós entre os sócios, decidimos se vamos avançar ou não vamos avançar. Mesmo que a gente decida que nós queremos avançar, vai para o critério do comitê de investimentos. Cada fundo tem seu comitê. No comitê sentam nós e os membros dos investidores, que é quem aporta o dinheiro no fundo efetivamente, e ali é tomada a decisão final em relação ao fundo.” (ENTREVISTADO A3)

Fonte: elaborado pelo autor (2015).

Mesmo sendo possível identificar uma estrutura comum no processo decisório de diferentes empresas de venture capital, algumas diferenças foram encontradas entre os VCs, principalmente em relação às expectativas e objetivos dentro das rotinas que compreendem as fases centrais.

Na primeira fase, em se tratando da rotina de reconhecimento, os VCs Alfa e Beta apontam a prospecção ativa como relevante fonte geradora de negócios, tendo inclusive colaboradores dedicados especificamente para este fim. Já para o VCs Gama, que possui uma estrutura operacional mais enxuta, o foco é direcionado na divulgação da empresa de forma a alavancar a prospecção passiva. Conforme relata o Entrevistado G2 “Hoje as empresas já estão nos procurando. Um ano e meio atrás quando lançamos a aceleradora, o assunto ainda era um pouco desconhecido no nosso mercado, então tivemos que fazer um pouco mais de campanha, divulgação. Hoje eu creio que tá bem mais entendido este modelo”.

Ainda na primeira fase central do processo, na rotina de diagnóstico, também são encontradas diferenças nos requisitos utilizados pelas empresas de Venture Capital. Para os VCs Alfa e Beta, a empresa analisada estar operacional é um pré-requisito para ela ser avaliada, já o VCs Gama analisa empresas não operacionais também. Em relação ao setor de atuação, a empresa Beta analisa empresas em quatro setores específicos enquanto que os VCs Alfa e Gama são multisetoriais. Existem restrições que os investidores dos fundos impõem em relação aos setores avaliados, conforme o entrevistado A2 “tem critério que são alguns setores que a gente não pode nem olhar, nem chegar perto. Que são bebida, cigarros e armas basicamente, por questão dos investidores”. Normalmente estas restrições são impostas por investidores institucionais Públicos como Fundos de fomento à inovação. O VCs Gama, que trabalha apenas com investidores privados, não possui estas restrições.

Na segunda fase central, a de Desenvolvimento, a maior diferença entre os VCs se dá na profundidade da análise realizada. Enquanto os VCs Alfa e Gama apontam a realização de uma mini diligência na empresa analisada, o VCs Gama, por investir em empresas em estágios iniciais, faz uma análise mais superficial. Conforme aponta o Entrevistado G1 “tem empresas que nem CNPJ tem ainda, ai não existe *due diligence*, porque elas estão sendo construídas do zero. A gente sempre faz um levantamento no cpf das pessoas para ver se tem alguma coisa grave, mas é uma coisa muito leve”.

Na fase de Seleção, terceira e última fase central, a maior diferença encontrada entre os VCs é novamente na profundidade das análises realizadas. Na rotina Avaliação-Escolha, por exemplo, enquanto os VCs Alfa e Beta realizam um processo com duração de diversas semanas analisando as empresas, o VCs Gama realiza um processo otimizado de um dia no qual analisam e escolhem as empresas que serão investidas. Neste processo ocorre a participação de todos os investidores (que aportaram recursos no fundo de investimento) da empresa em um evento no qual são apresentadas todas as EBTs selecionadas pelo VCs como tendo potencial para receber investimento. Neste dia, após as empresas apresentarem seus projetos e/ou negócios, os investidores deliberam e já realizam a escolha de quais irão receber o aporte financeiro. Nos VCs Alfa e Beta, todo o processo de análise é feito pela equipe da empresa, que durante semanas avalia os negócios que considera com potencial para investimento. Após a realização desta análise é realizado a escolha dos projetos mais promissores e esta escolha é autorizada, ou não, pelo Comitê de Investimentos do Fundo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo, são apresentadas as considerações finais do presente estudo. Inicialmente, são apresentadas as conclusões obtidas pelo pesquisador e observações pertinentes geradas com o trabalho. Após, são elencadas as contribuições da pesquisa. As considerações sobre limitações da pesquisa são expostas na sequência, seguidas das sugestões para pesquisas futuras com base neste trabalho.

### 5.1 CONCLUSÕES

O objetivo principal deste estudo foi caracterizar o processo de tomada de decisão por parte das empresas de *venture capital*. Utilizando como base o modelo proposto por Mintzberg et al. (1976), foi possível identificar características do processo de tomada de decisão por parte das empresas de *venture capital* brasileiras. Nesta caracterização verificou-se que os VCs possuem um processo de tomada de decisão estruturado, e assim como sugerido por Mintzberg et al. (1976), três fases centrais permeiam as rotinas deste processo.

Em se tratando da primeira fase do processo decisório (Identificação) foi visto que as empresas de *venture capital* identificam as oportunidades de investimento através de duas principais maneiras: pela busca ativa por empresas para investir e também através de prospecção passiva, que é quando as oportunidades aparecem ao VCs sem ser sua a iniciativa de aproximação. Foi salientada por todos os entrevistados a incipiência do mercado de *venture capital* no Brasil. Dada esta situação, deve-se trabalhar os ecossistemas que envolvem as Empresas de Base Tecnológica a fim de divulgar a modalidade de financiamento *venture capital*, até porque, quanto mais desenvolvido for a indústria no país, maior tende a ser a prospecção passiva realizada pelos VCs.

No final da fase de Identificação, os VCs possuem ainda uma grande quantidade de opções de investimento. De forma a filtrar estas oportunidades e poder analisar de forma mais profunda as que têm maior potencial, os VCs utilizam pré-requisitos para eliminar rapidamente do processo as empresas que não são de seu interesse. Os pré-requisitos, identificados nas entrevistas e nas teses de investimento, formam o primeiro grupo de critérios analisados pelos VCs e foram divididos em cinco categorias: Estágio de Desenvolvimento; Inovação; Setor de atuação; Faturamento; e Localização Geográfica.

Dentre os pré-requisitos identificados, a empresa que busca financiamento possuir inovação (seja em produto, processo ou serviço) foi apontado por todos os entrevistados como

sendo o aspecto mais importante para que possa seguir sendo analisada. Para as empresas Alfa e Beta, possuir um produto validado no mercado é imprescindível para seguir no processo de análise, enquanto a empresa Gama considera investir em empresas que ainda não possuem produto. Dada esta situação, os resultados deste trabalho sugerem que empresas ainda pré-operacionais possuem características mais adequadas a VCs como aceleradoras (Gama) do que VCs institucionais maiores (Alfa e Beta).

Na segunda e terceira fase do processo de tomada de decisão, os VCs vão progressivamente analisando de forma mais profunda as empresas. Nesta fase foi identificado o segundo grupo de critérios que são utilizados pelos VCs para decidir em quais empresas investir. Quatro principais categorias de análise foram identificadas: Pessoas, Finanças, Mercado e Negócio. O critério relacionado a pessoas é o mais subjetivo de todos, o que o torna um dos mais complexos de se analisar. Mesmo com esta dificuldade, diversos entrevistados ressaltam a importância deste critério. Foi apontado que, mesmo com os outros critérios ficando aquém do esperado, se o empreendedor analisado possuir características como, por exemplo, capacidade de execução, perfil resignado, qualidade técnica, liderança, o VCs pode relevar as categorias desfavoráveis e ainda investir na empresa. A identificação e caracterização dos critérios utilizados pelas empresas de *venture capital* foi um dos objetivos deste trabalho.

Outro objetivo desta dissertação foi comparar o processo de tomada de decisão de diferentes VCs. Neste trabalho foi estudado o processo decisório de três empresas de *venture capital*. As três empresas selecionadas são de portes distintos e com diferentes objetivos em relação aos seus investimentos, conforme apontado no Quadro 5. Foram identificadas diferentes expectativas por parte dos VCs em cada um dos critérios analisados, como, por exemplo, o estágio de desenvolvimento das empresas investidas que pode ser medido através do valor investido por empresa. O VCs Alfa possui um escopo de investimento abrangente (investe até R\$ 16 milhões por empresa), podendo investir desde *Start-ups* até empresas em estágio de crescimento. O VCs Beta já possui um escopo de investimento mais voltado a empresas *Start-ups* visto que investe no mínimo 80% de seus recursos em empresas com faturamento até R\$ 3,6 milhões. O VCs Gama, por sua vez, ao fixar o valor investido em R\$ 50 mil ou R\$ 150 mil, possui foco de atuação notadamente mais voltado ao investimento em empresas em estágios iniciais (semente e *Start-ups*). O valor investido, além de influenciar no estágio de desenvolvimento das empresas analisadas, também influencia diretamente o rigor com que é feita a análise. Por exemplo, a empresa Gama apontou que não realiza processo de *due diligence*. Conforme os entrevistados da Gama, as empresas analisadas por eles estão em

estágios muito iniciais e ainda não possuem uma quantidade alta de informações e documentos a serem analisados. Já os VCs Alfa e Beta, além de realizarem uma *due diligence* básica no início da avaliação, após terem o investimento aprovado pelos investidores, contratam uma empresa especializada para realizar uma diligência completa na empresa analisada.

Com base nos resultados desta pesquisa, é possível inferir que as empresas de *Venture Capital* estudadas neste trabalho possuem um processo decisório com estrutura semelhante aos abordados na literatura. Algumas características particulares foram encontradas, como, por exemplo, a utilização de filtros geográficos para a atuação do VCs. Provavelmente devido a fatores como a extensão territorial do país, estrutura logística defasada, associados à heterogeneidade cultural, os gestores entrevistados apontam a utilização dos filtros geográficos em regiões onde possuam conhecimento de como funciona o mercado, aonde tenham fácil acesso e possam realizar um monitoramento adequado nas empresas investidas.

Também é possível inferir com base nos resultados que a experiência de investimentos passados é utilizada pelos VCs para remodelar o processo decisório. Questões críticas como a realização do processo de *due diligence*, o *valuation* e a negociação do contrato de investimento foram trazidas para o início do processo de análise a fim de mitigar problemas que inviabilizem a realização do investimento. Principalmente em relação à negociação das cláusulas do contrato de investimento, foi percebido que as empresas de *venture capital* não possuem muita flexibilidade para alterações. É importante o empreendedor perceber que ao assumir um papel como sócio minoritário, o VCs precisa encontrar mecanismos para se proteger. As cláusulas de proteção no contrato de investimento são os principais mecanismos que asseguram aos VCs poder de barganha para negociar com o empreendedor após o investimento.

## 5.2 CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

Do ponto de vista acadêmico, a maior contribuição deste trabalho é a caracterização do processo decisório por parte de empresas de *venture capital*, utilizando como base um modelo oriundo na Teoria da Decisão. A utilização deste modelo possibilitou estruturar o processo das empresas de *venture capital* de uma forma lógica e aprofundar as diferentes fases que permeiam desde a identificação de uma oportunidade até a definição de qual empresa investir.

Dada a incipiência da indústria de *venture capital* no país, principalmente quanto à produção acadêmica, este trabalho contribui ainda na construção da malha teórica do assunto,

trazendo novos *insights*, como os dois grupos de critérios analisados, por exemplo. Outra contribuição do trabalho nessa linha é a realização da pesquisa utilizando uma Aceleradora de Empresas como objeto de estudo. Como são um nicho mais recente na indústria de *venture capital*, as Aceleradoras (principalmente em nível nacional) possuem poucas informações disponíveis e um maior entendimento sobre sua forma de atuação e suas especificidades é relevante tanto para o meio acadêmico quanto para as empresas *Start-ups*.

Para os empresários, uma das contribuições deste trabalho é a identificação dos critérios utilizados e das diferenças que existem entre os VCs. Estes resultados se tornam relevantes para os empresários que buscam investimento poderem focar seus esforços em VCs que sejam mais adequados à sua empresa.

A identificação dos critérios também é relevante para os empresários atentarem e desenvolverem características que sejam buscadas independente do VCs. O empreendedor que busca financiamento do tipo de *venture capital* deve estar ciente que a existência de inovação é considerada como um pré-requisito por todos os VCs e possuir um modelo de negócio escalável é altamente desejável.

### 5.3 LIMITAÇÕES

Quanto às limitações deste estudo, a natureza do assunto, envolvendo decisões estratégicas ligadas a processos de investimento, mostrou que muitos dos respondentes apresentaram certa reserva na abertura de informações sobre o tema. Isso se deve, sobretudo, ao caráter confidencial muitas vezes dado a tais assuntos no âmbito das organizações. De forma a dirimir isso, é necessária a realização de mais entrevistas para que se possa fundamentar os relatos obtidos com segurança. Além disso, devido à incipiência do mercado, o acesso a informações, tanto públicas quanto privadas, ainda é restrito, o que acarreta em um baixo número de artigos acadêmicos e relatórios disponíveis para consulta.

### 5.4 SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS

Como sugestão de trabalhos futuros recomenda-se a análise do processo decisório das empresas de *venture capital* através de diferentes modelos propostos na Teoria da Decisão. Neste trabalho partiu-se do pressuposto apontado na literatura de que os VCs entendem e utilizam um processo de tomada de decisão lógico, o que remete à utilização de um modelo

racional de Tomada de Decisão. A caracterização do processo decisório através de outras perspectivas pode apresentar resultados diferentes dos encontrados neste estudo.

Além disso, este trabalho foi realizado utilizando unicamente a perspectiva das empresas de *venture capital*, sendo que estudos futuros poderiam analisar também a perspectiva das empresas investidas a fim obter uma visão mais generalizada do processo e minimizar possíveis vieses.

## REFERÊNCIAS

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

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011b.

AMIT, R.; BRANDER, J.; ZOTT, C. Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. **Journal of Business Venturing**, v. 13, n. 6, p. 441–466, nov. 1998.

AMIT, R.; GLOSTEN, L.; MULLER, E. Challenges to theory development in entrepreneurship research. **Journal of Management Studies**, v. 30, n. 5, p. 815–834, 1993.

ASSOCIAÇÃO, B. D. P. E. E. V. C. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. [s.l: s.n.].

BARTELSMAN, E.; HALTIWANGER, J.; SCARPETTA, S. **Microeconomic evidence of creative destruction in industrial and developing countries**. Disponível em: <<http://www.econstor.eu/handle/10419/86370>>.

BERTONI, F.; COLOMBO, M. G.; GRILLI, L. Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. **Research Policy**, v. 40, n. 7, p. 1028–1043, set. 2011.

BESSANT, J.; TIDD, J. **Inovação e empreendedorismo**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

BETTIGNIES, J.-E. DE; BRANDER, J. A. Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. **Journal of Business Venturing**, v. 22, n. 6, p. 808–832, nov. 2007.

BIENZ, C.; HIRSCH, J. The Dynamics of Venture Capital Contracts. **Review of Finance**, v. 16, n. 1, p. 157–195, 14 mar. 2012.

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

BOSMA, N.; STAM, E. **Local Policies for High-Employment Growth Enterprises**.

Copenhagen: Report prepared for the OECD/DBA International Workshop on “High-growth firms: local policies and local determinants”, 2012.

BOTTAZZI, L.; RIN, M. DA. Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. **Economic Policy**, v. 17, n. April, p. 229–270, 2002.

BRAGA, J. M. M. **Avaliação de Empresas de Base Tecnológica – a indústria de Private Equity / Venture Capital de Minas Gerais**. 2007. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Faculdade de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

BUCHANAN, L.; O’CONNELL, A. Uma breve história da tomada de decisão. **Harvard Business Review**, n. Janeiro, 2006.

CARVALHO, A. G. DE; RIBEIRO, L. DE L.; FURTADO, C. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CASAMATTA, C. Financial Contracts and Venture Capitalists’ Value-Added. In: CUMMING, D. (Ed.). . **Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010. p. 153–167.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia Científica**. 4. ed. São Paulo: Makron, 1996.

CHADDAD, F. R.; REUER, J. J. INVESTMENT DYNAMICS AND FINANCIAL CONSTRAINTS IN IPO FIRMS. **Strategic Entrepreneurship Journal**, v. 3, p. 29–45, 2009.

CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P. Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research. **Review of Financial Studies**, v. 27, n. 1, p. 1–19, 17 dez. 2013.

- CHERMACK, T. J. Decision-Making Expertise at the Core of Human Resource Development. **Advances in Developing Human Resources**, v. 5, n. 4, p. 365–377, 1 nov. 2003.
- CHOREV, S.; ANDERSON, A. R. Success in Israeli high-tech start-ups; Critical factors and process. **Technovation**, v. 26, n. 2, p. 162–174, fev. 2006.
- CHRISTENSEN, J. . The role of finance in National System Innovation. In: LUNDVALL, B. (Ed.). . **National system of innovation: toward a theory of innovation and interactive learning**. New York: Pinter, 1992. p. 342.
- COASE, R. H. The nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386–405, 1937.
- COHEN, S. What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**, v. 8, n. 3-4, p. 19–25, jul. 2013.
- COLOMBO, M. G.; DELMASTRO, M. How effective are technology incubators ? Evidence from Italy. **Research Policy**, v. 31, p. 1103–1122, 2002.
- CORDEIRO, C. R. C. **Riscos e benefícios de investimentos de Private Equity, e o potencial do setor, face à situação da economia brasileira**. 2006. 101 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.
- CORNELIUS, B.; PERSSON, O. Who’s who in venture capital research. **Technovation**, v. 26, n. 2, p. 142–150, fev. 2006.
- CUMMING, D. Contracts and Exits in Venture Capital Finance. **Review of Financial Studies**, v. 21, n. 5, p. 1947–1982, 12 abr. 2007.
- CUMMING, D.; FLEMING, G.; SCHWIENBACHER, A. Legality and venture capital exits. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 2, p. 214–245, jan. 2006.
- DAMODARAN, A. **Valuing Young , Start-up and Growth Companies : Estimation Issues and Valuation Challenges**. New York: Stern School of Business, 2009.

DAS, T. K.; TENG, B.-S. Cognitive biases and strategic decision processes: an integrative perspective. **Journal of Management Studies**, v. 36:6, n. November, p. 757–778, 1999.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory : An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989.

EISENHARDT, K. M.; BOURGEOIS, L. J. Politics of Strategic Decision Making in High-Velocity Environments: Toward a Midrange Theory. **The Academy of Management Journal**, v. 31, n. 4, p. 737–770, 1988.

EISENHARDT, K. M.; ZBARACKI, M. J. Strategic Decision Making. **Strategic Management Journal**, v. 13, n. Fundamental Themes in Strategy Processo Research, p. 17–37, 1992.

ENGEL, D.; KEILBACH, M. Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation –. **Discussion Papers on Entrepreneurship, Growth and Public Policy**, p. 23, 2007.

FILION, L. J. Empreendedorismo: empreendedores e proprietários-gerentes de pequenos negócios. **Revista de Administração**, v. 34, n. 2, p. 05–28, 1999.

FLICK, U. **Introdução à Pesquisa Qualitativa**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FRANKE, N.; HENKEL, J. Venture capitalists' evaluations of start-up teams: trade-offs, knock-cut criteria, and the impact of VC experience. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, n. 3, p. 459–483, 2008.

FREDRICKSON, J. W.; MITCHELL, T. R. Strategic decision processes: Comprehensiveness and performance in an industry with an unstable environment. **The Academy of Management Journal**, v. 27, n. 2, p. 399–423, 1984.

FREEMAN, C.; SOETE, L. **A Economia da Inovação Industrial**. 3<sup>a</sup> edição ed.Campinas, SP: Editora da Unicamp, 2008.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. Toward a Model of Venture Investment Decision Making. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 28–37, 1994.

GANZI, J.; SEYMOUR, F.; BUFFET, S. **Leverage for the Environment: A Guide to the Private Financial Services Industry**. Disponível em:

<[http://www.wri.org/sites/default/files/pdf/leverage\\_for\\_the\\_environment.pdf](http://www.wri.org/sites/default/files/pdf/leverage_for_the_environment.pdf)>. Acesso em: 25 nov. 2013.

GLASER, B. G.; STRAUSS, A. L. **The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research**. New Jersey: Aldine Transaction, 2009.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 2, p. 57–63, abr. 1995.

GOMPERS, P.; KOVNER, A.; LERNER, J. Specialization and Success : Evidence from Venture Capital. **Journal of Economics & Management Strategy**, v. 18, n. 3, p. 817–844, 2009.

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

GRANSTRAND, O. Towards a theory of the technology-based firm. **Research Policy**, v. 27, n. 5, p. 465–489, set. 1998.

GRILLI, L.; MURTINU, S. Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. **Research Policy**, v. 43, n. 9, p. 1523–1543, 2014.

GRIMALDI, R.; GRANDI, A. Business incubators and new venture creation: an assessment of incubating models. **Technovation**, v. 25, n. 2, p. 111–121, fev. 2005.

GULER, I.; GUILLÉN, M. F. Institutions and the internationalization of US venture capital firms. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 2, p. 185–205, 9 jul. 2009.

HACKETT, S. M.; DILTS, D. M. A Systematic Review of Business Incubation Research. **The Journal of Technology Transfer**, v. 29, n. 1, p. 55–82, jan. 2004.

HAIR, J. F. J. et al. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2007.

- HALL, J.; HOFER, C. W. Venture Capitalist's Decision Criteria in new Venture Evaluation. **Journal of Business Venturing**, v. 8, p. 25–42, 1993.
- HARRISON, E. F. A process perspective on strategic decision making. **Management Decision**, v. 34, n. 1, p. 46–53, 1996.
- HART, S. L. An Integrative Framework for Strategy-Making Processes. **The Academy of Management Review**, v. 17, n. 2, p. 327–351, 1992.
- HÉBERT, R. F.; LINK, A. N. The Entrepreneur as Innovator. **The Journal of Technology Transfer**, v. 31, n. 5, p. 589–597, set. 2006.
- HELLMANN, T.; PURI, M. The Interaction Between Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital. **Review of Financial studies**, v. 13, n. 4, p. 959–984, 2000.
- HELLMANN, T.; PURI, M. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. **The Journal of Finance**, v. LVII, n. 1, p. 169–197, 2002.
- HICKSON, D. J. Decision-Making at the Top of Organizations. **Annual Review of Sociology**, v. 13, p. 165–192, 1987.
- HITT, M. A. et al. Direct and moderating effects of human capital on strategy and performance in professional service firms: A resource-based perspective. **Academy of Management Journal**, v. 44, n. 1, p. 13–28, 2001.
- HITT, M. A. et al. Strategic Entrepreneurship: Creating Value for Individuals, Organizations, and Society. **Academy of Management Perspectives**, p. 57–75, 2011.
- ISABELLE, D. A. Key Factors Affecting a Technology Entrepreneur's Choice of Incubator or Accelerator. **Technology Innovation Management Review**, n. February, p. 16–22, 2013.
- ISAKSSON, A. **Studies on the venture capital process**. Umeå: Umeå University, 2006.
- JAIN, B. A.; KINI, O. Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms. **Managerial and Decision Economics**, v. 16, n. 6, p. 593–606, 1995.

JENG, L. A.; WELLS, P. C. The determinants of venture capital funding: evidence across countries. **Journal of Corporate Finance**, v. 6, n. 3, p. 241–289, set. 2000.

KAPLAN, S. N. **How Do Venture Capitalists Choose Investments ?** [s.l.: s.n.].

KAPLAN, S. N.; STROMBERG, P. Characteristics , Contracts and Actions : Evidence From Venture Capitalist Analyses. **The Journal of Finance**, v. LIX, n. 5, p. 2177–2210, 2004.

KAPLAN, S.; STROMBERG, P. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts Steven. **The Review of Economic Studies**, v. 70, n. 2, p. 281–315, 2003.

LACHTERMARCHER, G. **Pesquisa operacional na tomada de decisões**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

LANDSTRÖM, H. **HANDBOOK OF RESEARCH ON VENTURE CAPITAL**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2007.

MARQUES, V. A. **A influência dos modelos de avaliação de empresas (valuation) no processo decisório dos fundos de venture capital**. 2011. 161 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Faculdade de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2011.

MAXWELL, A. L.; JEFFREY, S. A.; LÉVESQUE, M. Business angel early stage decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 212–225, mar. 2011.

MDIC. **Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior**. Disponível em: <[http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl\\\_1365787109.pdf](http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl\_1365787109.pdf)>. Acesso em: 22 out. 2013.

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

METRICK, A.; YASUDA, A. **Venture Capital & the Finance of Innovation**. 2. ed. Danvers: John Wiley & Sons, Inc., 2011.

MILLER, D. The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firms. **Management Science**1, v. 29, n. 7, p. 770–791, 1983.

MINTZBERG, H.; RAISINGHANI, D.; THEORET, A. The Structure of “ Un- structured ” Decision Processes. **Administrative Science Quarterly**, v. 21, n. June, p. 246–276, 1976.

MORAES, R. Análise de Conteúdo. **Revista Educação**, v. 22, n. 37, p. 7–32, 1999.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (NVCA). **Yearbook 2010**. [s.l: s.n.].

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (NVCA). **Yearbook 2013**. [s.l: s.n.].

NELSON, R. R.; WINTER, S. G. **An Evolutionary Theory of Economic Change**. Massachusetts: Harvard University Press, 1982.

NEUMANN, J. VON; MORGENSTERN, O. **Theory of Games and Economic Behavior**. Princeton: Princeton University Press, 1953.

ONETTI, A. et al. Internationalization, innovation and entrepreneurship: business models for new technology-based firms. **Journal of Management & Governance**, v. 16, n. 3, p. 337–368, 10 ago. 2010.

PEREIRA, R. C. DE C. **Os instrumentos de financiamento às Empresas de Base Tecnológica no Brasil**. 2007. 1140 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção)- Faculdade de Ciências Exatas e Tecnologia, Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2007.

PETTY, J. S.; GRUBER, M. “In pursuit of the real deal”. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 172–188, mar. 2011.

POPOV, A.; ROOSENBOOM, P. Venture capital and new business creation. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4695–4710, dez. 2013.

POUNDS, W. F. The process of problem finding. **Industrial Management Review**, v. 11, n. 1, 1969.

PWC. **PricewaterhouseCoopers**. Disponível em: <<http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/assets/document/pwc-top-100.pdf>>. Acesso em: 6 mar. 2014.

REVEST, V.; SAPIO, A. Financing technology-based small firms in Europe: what do we know? **Small Business Economics**, v. 39, n. 1, p. 179–205, 11 jul. 2010.

RIBEIRO, L. DE L. **O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. 2005. 137 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RIBEIRO, V. L. **Investimentos de Capital de Risco, Venture Capital e Private Equity, em inovação: o caso brasileiro**. 2010. 70 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2010.

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

RUMELT, R. P. Theory, Strategy, and Entrepreneurship. In: **Handbook of Entrepreneurship Research**. Springer. US: Springer, 2005. p. 11–32.

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990.

SAMILA, S.; SORENSON, O. **Venture capital , entrepreneurship and regional economic growth**, 2009.

SCHUMPETER, J. A. **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SCHWENK, C. Strategic decision making. **Journal of Management**, v. 21, n. 3, p. 471–493, 1995.

SCHWIENBACHER, A. Innovation and venture capital exits. **The Economic Journal**, v. 118, n. 533, p. 1888–1916, 2008.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Doze anos de monitoramento da sobrevivência e mortalidade de empresas**. São Paulo: Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas, 2010.

SHANE, S.; CABLE, D. Network Ties , Reputation , and the Financing of New Ventures. **Management Science**, v. 48, n. 3, p. 364–381, 2002.

SHANE, S.; VENKATARAMAN, S. The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research. **Academy of Management**, v. 25, n. 1, p. 217–226, 2000.

SHEPHERD, D. A. Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival. **Management Science**, v. 45, n. 5, p. 621–632, 1999.

SHEPHERD, D. A.; ZACHARAKIS, A.; BARON, R. A. VCs' decision processes. **Journal of Business Venturing**, v. 18, n. 3, p. 381–401, maio 2003.

SILVA, C. R.; GOBBI, C.; SIMÃO, A. A. O uso da análise de conteúdo como uma ferramenta para a pesquisa qualitativa: descrição e aplicação do método. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 7, n. 1, p. 70–81, 2005.

SIMON, H. A. **COMPORTAMENTO ADMINISTRATIVO: Estudo dos Processos Decisórios nas organizações Administrativas**. Rio de Janeiro: [s.n.].

SIMON, H. A. Making Management Decisions: The Role of Intuition and Emotion. **The Academy of Management Executive**, v. 1, n. 1, p. 57–64, 1987.

STEVENSON, H. H.; JARILLO, J. C. A paradigm of entrepreneurship: entrepreneurial management. **Strategic Management Journal**, v. 11, p. 17–27, 1990.

SVENSON, O. Process descriptions of decision making. **Organizational Behavior and Human Performance**, v. 23, n. 1, p. 86–112, fev. 1979.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Rational Choice and the Framing of Decisions. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, p. 251–278, 1986.

TYEBJEE, T. T.; BRUNO, A. V. A Model of Venture Capitalist Investment Activity. **Management Science**, v. 30, n. 9, p. 1051–1066, 1984.

WHITE, S.; GAO, J.; ZHANG, W. Financing new ventures in China: System antecedents and institutionalization. **Research Policy**, v. 34, n. 6, p. 894–913, ago. 2005.

WRIGHT, M. et al. University spin-out companies and venture capital. **Research Policy**, v. 35, n. 4, p. 481–501, maio 2006.

YIN, R. K. **Estudos de Caso: planejamento e métodos**. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

YLI-RENKO, H.; AUTIO, E.; SAPIENZA, H. J. Social capital, knowledge acquisition, and knowledge exploitation in young technology-based firms. **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 6-7, p. 587–613, jun. 2001.

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.

ZACHARAKIS, A.; SHEPHERD, D. A. The pre-investment process: Venture capitalists' decision policies. In: LANDSTRÖM, H. (Ed.). . **Handbook of Research on Venture Capital**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2007. p. 177–192.

## APÊNDICE A – ROTEIRO DE ENTREVISTA

### 1. Objetivo: Caracterizar o respondente

<b>1 Dados do entrevistado</b>
<b>1A Nome do entrevistado:</b> .....
<b>1B Cargo:</b> .....
<b>1C Formação:</b> .....
<b>1D Tempo de empresa:</b> .....
<b>1E Data da entrevista:</b> .....

### 2. Objetivo: Caracterizar a empresa

<b>2 Dados da empresa</b>
<b>2A Nome da empresa:</b> .....
<b>2B Data de fundação:</b> .....
<b>2C Número de funcionários:</b> .....
<b>2D Veículo de investimento utilizado:</b> .....
<b>2E Capital em Gestão:</b> .....
<b>2F Capital comprometido:</b> .....
<b>2G Estágio de desenvolvimento das empresas investidas:</b> .....

### 3. Objetivo: Caracterizar o processo de tomada de decisão

1. Como se dá a aproximação de captação e ofertas de empresas (as empresas procuram vocês ou vocês realizam prospecção ativa...)?
2. Como são identificadas as empresas com potencial para investimento?
3. Quais os pré-requisitos que as empresas devem atender a fim de serem consideradas aptas para receber investimento? (Localização geográfica, estágio de desenvolvimento, setor de atuação etc.)
4. Quais as fontes utilizadas para busca de informações sobre a empresa?
5. É utilizado algum software que permita/auxilie a sistematização do processo de escolha?
6. Como é feita a análise do Plano/Modelo de Negócio?
7. De que forma é conduzido o processo de *due-dilligence*?
8. Como é feita a avaliação (valuation) das empresas?
9. Quais os principais critérios considerados para decidir investir em uma empresa?
10. Como são avaliados os riscos e incertezas do negócio/empresa?
11. Como são negociados os contratos? Quais os principais fatores considerados nesta fase?
12. Qual a influência da empresa investida neste processo?
13. Nos casos em que se chegou a negociar a proposta de investimento, mas não foi fechado o negócio, quais foram os principais motivos que levaram a isso?
14. Qual a autonomia de decisão do grupo/comitê de investimento? Uma vez tomada a decisão por este grupo, ela precisa ser aprovada?
15. Como é acompanhada a empresa após o investimento? Este acompanhamento gera *feedbacks* que modificam o processo de tomada de decisão?