

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA GRANDE DOURADOS- UFGD**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA**  
**CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

**WILSON CLAYTON DE SOUZA RODRIGUES**

**ANÁLISE SOBRE OS CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE EMPRESAS POR FUNDOS**  
**DE VENTURE CAPITAL**

Dourados/MS

2018

WILSON CLAYTON DE SOUZA RODRIGUES

**ANÁLISE SOBRE OS CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE EMPRESAS POR FUNDOS  
DE VENTURE CAPITAL**

Trabalho apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal da Grande Dourados, como requisito parcial para aprovação da disciplina de Trabalho de Graduação II.

Orientador: Prof. Dr. Pedro Rodrigues de Oliveira

Banca Examinadora:

Professor: João Augusto Rossi Borges

Professor: Leandro Vinícios Carvalho

Dourados/MS

2018

ANÁLISE SOBRE OS CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE EMPRESAS POR FUNDOS DE  
VENTURE CAPITAL

WILSON CLAYTON DE SOUZA RODRIGUES

Esta monografia foi julgada adequada para aprovação na atividade acadêmica específica de Trabalho de Graduação II, que faz parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Administração pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia – FACE da Universidade Federal da Grande Dourados – UFGD.

Apresentado à Banca Examinadora integrada pelos professores:

Presidente

Pedro Rodrigues de Oliveira

Avaliador

João Augusto Rossi Borges

Avaliador

Leandro Vinícios Carvalho

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus por ter me dado saúde e força para superar as dificuldades.

A esta universidade, seu corpo docente, direção e administração que oportunizaram a janela que hoje vislumbro um horizonte superior.

Ao meu orientador Prof. Dr. Pedro Rodrigues de Oliveira, pelo suporte no pouco tempo que lhe coube, pelas suas correções e incentivos.

Aos meus familiares, pelo amor, incentivo e apoio incondicional.

E à todos que direta ou indiretamente fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigado.

## RESUMO

Venture Capitalistas (VCs) desempenham um papel muito importante para identificar empresas de alto potencial e inovadoras. No entanto, os VCs adotam critérios diferentes para avaliar os empreendimentos antes do financiamento. O objetivo deste trabalho é discutir a literatura abrangente dos critérios de avaliação de investimentos da modalidade de Venture Capital. Este estudo fornece uma revisão bibliográfica das abordagens conceituais e empíricas centradas em como os VCs tomam sua decisão de investimento e quais são os principais fatores influentes nos momentos de investimento. A análise destaca que nem todos os VCs podem seguir o mesmo processo de decisão de investimento para avaliar novos empreendimentos. Alguns VCs dão mais importância às características do empreendedor, enquanto outros estão mais intrigados com as perspectivas financeiras. Portanto, os resultados revelam que os VCs consideram muito importante o mercado que a empresa está comercializando e o seu crescimento, a equipe de gerenciamento, o produto e retorno esperado. Os resultados do estudo são úteis tanto para os gestores em seu processo de tomada de decisão quanto para os empreendedores em suas aplicações de capital de risco para maximizar sua taxa de sucesso.

Palavras-chave: Capital de Risco. Critérios de Investimentos. Avaliação de Empresas.

## **ABSTRACT**

Venture Capitalists (VCs) play a very important role in identifying high potential and innovative companies. However, VCs adopt different criteria for evaluating ventures before financing. The objective of this work is to discuss the comprehensive literature of the evaluation criteria of investments of the Venture Capital modality. This study provides a literature review of conceptual and empirical approaches focusing on how VCs take their investment decision and what are the key influential factors in investment moments. The analysis highlights that not all VCs can follow the same investment decision process to evaluate new ventures. Some VCs attach more importance to the characteristics of the entrepreneur, while others are more intrigued by the financial perspectives. Therefore, the results show that VCs consider the market that the company is marketing and its growth, the management team, the product and expected return to be very important. The study results are useful to both managers in their decision-making process and to entrepreneurs in their venture capital applications to maximize their success rate.

**Key words:** Venture Capital. Investment Criteria. Valuation of Companies.

## **LISTAS DE QUADROS**

Quadro 1 - Os Estágios de Maturidade de uma empresa.....	17
Quadro 2 - Critérios de seleção de investimentos das empresas de Venture Capital.....	28
Quadro 3 - Comparação dos critérios de seleção de fundos Venture Capital.....	36

## LISTAS DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Escada do investimento de risco.....	16
Figura 2 – O processo de seleção em seis estágios proposto por Fried e Hisrich.....	29



## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ABDI - Agência Brasileira de Desenvolvimento Indústria

ABVCAP - Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos

FMIEE - Fundos de Investimento em Empresas Emergentes

P&D - Pesquisa e desenvolvimento

PE – Private Equity

PIB - Produto interno bruto

ROI - Retorno sobre investimento

SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresa

VCs – Venture Capitalistas

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	11
<b>1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA E JUSTIFICATIVA</b> .....	13
<b>2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA</b> .....	15
<b>2.1 CAPITAL DE RISCO</b> .....	15
<b>2.2 TIPOS DE INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO</b> .....	16
<b>2.2.1 Investimento Anjo</b> .....	18
<b>2.2.2 Capital Semente ou <i>Seed Capital</i></b> .....	19
<b>2.2.3 Fundos Venture Capital (VC)</b> .....	19
<b>2.2.4 Fundos Private Equity (PE)</b> .....	21
<b>2.3 HISTÓRIA DA MODALIDADE DE <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL</b> .....	21
<b>2.4 OS CRITERIOS AVALIADOS PELOS <i>VENTURE CAPITALISTS</i></b> .....	23
<b>3. METODOS E TÉCNICAS DE PESQUISAS</b> .....	33
<b>3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa</b> .....	33
<b>3.1.2 Caracterização dos instrumentos de pesquisa</b> .....	34
<b>3.1.3 Procedimentos de coleta e análise de dados</b> .....	34
<b>4. RESULTADOS E DISCUSSÃO</b> .....	35
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	39
<b>6. REFERÊNCIAS</b> .....	40

## 1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira enfrenta, atualmente, um momento de incerteza política e econômica, iniciada após as eleições presidenciais de 2014. Apresentando fracos resultados econômicos e dificuldades no cumprimento dos ajustes fiscais, dentre eles, estão os problemas mais sérios como: déficit público e a inflação elevada.

É neste contexto nacional que o volume de crédito como proporção do PIB caiu 54%, em dezembro de 2015 e, em outubro de 2017 chegou em 47%, ao mesmo tempo sobem os juros, de acordo com os dados do Banco Central do Brasil (BCB), aumentando assim, a dificuldade na concessão de crédito. Schumpeter (1997) diz, em sua teoria do desenvolvimento econômico, “que os empresários, para se tornarem a força do processo de inovações, precisam ser capazes de obter créditos para financiar a produção de inovação”.

Neste sentido, muitas empresas com alto potencial de crescimento têm dificuldades para obter recursos e dar o início ou continuação a seus projetos. Em consequência, o empreendedor busca outras formas de sustentação financeira para o seu negócio. Esse cenário é fundamentado por pesquisas do SEBRAE (2008, p. 37) que indica:

Entre as fontes de recursos utilizadas para montar o negócio 85% citaram ter feito uso de recursos próprios (poupança pessoal ou de familiares), 19% negociaram prazos com fornecedores, 16% obtiveram empréstimos em bancos, 10% utilizaram cartão de crédito ou cheques pré-datados, 7% recorreram a empréstimos com amigos e 4% utilizaram outras fontes de recursos.

Sendo assim, a evolução de uma empresa passa por vários estágios, e em todos eles, ela necessita de capital para alavancar suas atividades. As empresas brasileiras enfrentam dificuldades neste momento para fazer os empréstimos, devido a elevada taxa de inadimplência, somado a exigências de garantia inatingíveis para os empreendedores. Além disso, Pinto (1996) destaca que “as saídas de caixa destinadas ao pagamento de juros, resgates e amortização são encargos onerosos para empresas jovens, que requerem substâncias influxos de capital durante os estágios iniciais de crescimento”.

A ausência de ferramentas de financiamento que se adequem ao cenário empresarial brasileiro, impede o crescimento de futuras companhias geradoras de emprego, tecnologia e

bem-estar social. Neste impasse, é interessante observar a necessidade e consequente procura por opções de captação de recursos que tragam benefícios para os empreendedores e investidores. O setor de capital de risco é uma das alternativas para atender tais demandas.

O setor de Capital de Risco é uma ferramenta de investimento que apoia e auxilia empresas no processo de desenvolvimento e crescimento, fornecendo ferramentas gerenciais, recursos financeiros, recursos humanos, conhecimento especializado no setor, entre outros. Em contrapartida, uma participação no negócio, assim, o investidor torna-se um sócio do empreendedor.

Conforme Gompers e Lerner (2001), o setor de Capital de Risco é um importante intermediário do mercado financeiro, fornecendo recursos para empresas que poderiam ter dificuldades buscando financiamentos tradicionais. Essas empresas são tipicamente pequenas e jovens, acompanhadas por altos níveis de incerteza. Além disso, possuem poucos ativos tangíveis e operam em mercados que mudam rapidamente, com alto risco e potencial de alta recompensa.

Baron (2010) reforça a importância do Capital de Risco, dizendo que esse setor oferece aos empreendedores que estão à procura de recursos, inúmeras vantagens no processo operacional da empresa ou projeto. Como exemplo, fonte de caixa para novos negócios de alto risco, também, proporcionar conexões entre os interessados do ramo e fornecer ajuda na construção de um novo negócio.

Os investimentos do setor de capital de risco têm crescido de forma excepcional nos últimos anos, com um propósito de mecanismo muito importante para a inovação e o crescimento econômico. Porém, é extremamente arriscado para um único investidor se aventurar nesse negócio. Sahlman (2010) relata que 85% dos retornos são provenientes de apenas 10% dos investimentos. Somente de 1987 a 2012 12,8% dos investimentos alcançaram a oferta pública inicial (IPO).

Neste setor, existem diferentes tipos de investimentos, que são separados por etapas de desenvolvimento da empresa. Neste trabalho será estudado a modalidade de Fundo Venture Capital (VC). Essa modalidade de investimento está mais relacionada às micro, pequenas e médias empresas (MPME) novas, já operacionais e com grande potencial de crescimento estimado (BIAGINI E SILVA, 2015). São investimentos destinados a expandir a atuação da empresa e acelerar seu crescimento.

Porém, tem como característica, um baixo investimento na conversão de projetos de investimento em empresas investidas, propondo assim, um processo a ser analisado criticamente. Os gestores da modalidade de fundos VC avaliam centenas de oportunidades de investimento. Após um criterioso processo de seleção, investem em apenas 1% delas (CARVALHO, RIBEIRO E FURTADO, 2006).

Diante disso, o presente estudo buscou responder a seguinte pergunta: Quais os critérios utilizados pelos gestores de Fundos Venture Capital na seleção de investimentos?

Para atingir este objetivo, realizou-se um estudo bibliográfico, com quatorze (14) dos principais autores que estudaram sobre os critérios utilizados pelos gestores dos Fundos de Venture Capital, utilizando como técnica de coleta de dados, secundário, pois a abordagem do problema foi qualitativa e comparou os critérios utilizados pelos autores tanto nacionais quanto internacionais, (Wells (1974), Poindexter (1976), Tybjee e Bruno (1984), MacMillan, Siegel e Subbanarasimha (1985), Macmillan, Zemann e Subbanarasimha (1987), Khan (1987), Fried e Hisrich (1994), Rah, Jung e Lee (1994), Muzyka *et al.*, 1996; e entre outros).

## 1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA E JUSTIFICATIVA

Considerando a conjuntura econômica e política dos últimos anos, é notável o aumento no surgimento de novas empresas com grande potencial principalmente na área tecnológica (IBGE, 2015). Porém, no momento de financiar o projeto, aparece uma dificuldade de obter esses recursos, surgindo à indústria de Capital de Risco para intermediar. Para obter esse financiamento em um fundo de Venture Capital, o empreendedor deve passar por uma seleção. Mas quais são os critérios para obter esses recursos?

O objetivo geral deste trabalho é analisar quais são os critérios utilizados pelos gestores da modalidade VC no processo de seleção dos projetos, que são apresentados para receber os recursos.

Assim, coma a pretensão de trazer informações relevantes para os futuros empreendedores, que irão precisar de recursos para desenvolver seus negócios. Desse modo, serão estudados os critérios mais importantes utilizados pelos gestores da modalidade de investimento *Venture Capital*, para selecionar uma empresa, que recebera esses recursos.

O conhecimento sobre os critérios de seleção irá ajudar aqueles que buscam fundos para auxiliar na melhoria do seu próprio negócio e a evitar potenciais falhas em sua proposta, esta é a primeira justificativa. Em segundo, os resultados fornecem aos membros da modalidade de

VC uma visão agregada dos critérios de avaliação em uso e com base empírica para comparar seu próprio julgamento com o de seus pares. E em terceiro, como os gestores são considerados especialistas na identificação de novos empreendimentos promissores, seus critérios de avaliação são frequentemente interpretados como fatores de sucesso para as empresas emergentes (Shepherd & Zacharakis, 2002).

O trabalho está dividido em seções, a primeira é a introdução. A seção 2 aborda a revisão bibliográfica que apresenta os conceitos fundamentais sobre o setor e a compreensão e discussão do tema. Na seção 3 é apresentada a metodologia aplicada na condução do estudo. A seção 4 contém os resultados e discussões apresentados durante o trabalho e por fim; na seção 5 são apresentadas as considerações finais, limitações e propostas para estudos futuros.

## 2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Nesse sentido, essa seção está estruturada desta forma: o conceito de Capital de Risco; tipos de investimento de capital de risco mais presente no mercado; história da modalidade de Venture Capital no Brasil e por último, os critérios avaliados pelos venture capitalists.

### 2.1 CAPITAL DE RISCO

O setor de Capital de Risco é um instrumento de aquisição de participações em empresas não listadas em bolsa de valores, ou seja, que ainda não tenham realizado oferta pública de ações. A participação nessas empresas pode se dar de forma direta ou por meio de fundos de investimento.

Estas empresas selecionadas demonstram um alto potencial de crescimento, objetivando uma taxa de rentabilidade muito mais alta do que das alternativas disponíveis no mercado. Pois para Damodaran (2002) mesmo havendo ativos (projetos) com riscos iguais, o investidor escolherá o projeto com o maior retorno, e conseqüentemente o risco será alto.

Gladstone, D. Gladstone, L (1998) confirma:

...Um investimento de capital de risco é caracterizado por alto risco. Não importa como o investimento está estruturado, seja um investimento de capital que gera ganhos de capital a longo prazo ou um empréstimo de alto risco que ofereça ao capitalista de risco um retorno de 25% no investimento.

De acordo com Zeider (1998) esse instrumento tem um aspecto mais dinâmico e arriscado com uma característica única. Diferenciando dos investimentos tradicionais, pois suas estruturas e regras são mais atraentes para o empreendedor que está à procura de capital, como exemplo; recursos financeiros, gestão especializada no setor, acordos de participações. Etc. E além, de preencher o vazio existente que as instituições bancárias deixam, por questão de suas burocracias nas concessões de crédito, a qual requisita garantia, visto que os tomadores desses recursos não têm ativos rígidos para assegurar o retorno do banco.

## 2.2 TIPOS DE INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO

Atualmente, o setor de Capital de Risco tem quatro modalidades de investimentos, que estão instituídas em duas formas: a informal (Investimento Anjo e Seed Capital) e a formal (Venture Capital e Private Equity). Estas, que em muitas vezes, interagem e complementam-se na vida útil da empresa, as quais serão demonstradas abaixo na Figura 1.

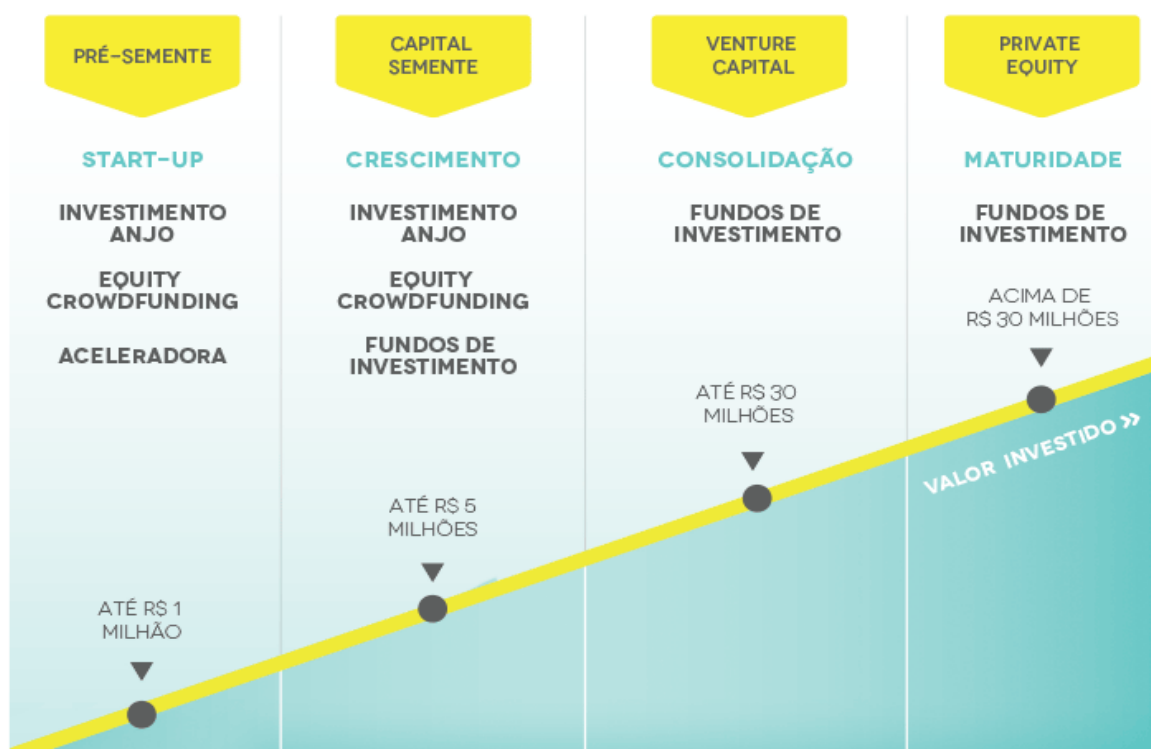


Figura 1 – Escada do investimento de risco.  
Fonte: Peroni (2015).

Na Figura 1, demonstra-se as formas de interação e complementação entre as modalidades de investimento, que são realizadas por meio dos estágios de maturidade da empresa. Estes passam por diversos momentos nos quais se precisa de aportes financeiros para o seu desenvolvimento, assim, alcançar os objetivos dos empresários e investidores.

Conforme os estágios da empresa, também estão presentes os diferentes tipos de investimentos e seus ciclos, que se dividem basicamente em quatro modalidades: Investidor Anjo, Seed Capital, Venture Capital, Private Equity. Estes dependem do estágio em que a empresa se encontra para realizar diferentes tipos de aportes na empresa. A seguir, no Quadro 1, veremos como é feito cada tipo de investimento e como eles se encaixam com os ciclos da empresa.



Quadro 01: Os Estágios de Maturidade de uma empresa.

(continua)

Estágio de desenvolvimento	Característica e necessidade de financiamento	Modalidades	Investidor
P&D	Empresa não possui capacidade de geração de receita. Financiamento é necessário para cobrir gastos com pesquisa básica e desenvolvimento de nova tecnologia. A necessidade de capital não é grande, porém o risco do negócio não dar resultado é muito grande.	Investidor anjo Seed Capital Venture Capital	Capital próprio/ Amigos/angels/ investors/agencias públicas de fomento
Start-up	Nesse estágio a necessidade de capital é significativa. As despesas são as de uma empresa recém-constituída, que precisa desenvolver sua área comercial, equipe, produção e ainda precisa investir muito em P&D.	Seed Capital Venture Capital	Angels investors/ agencias públicas de fomento
Estágio inicial	O produto ou o serviço desenvolvido já começa a ser introduzido no mercado, ainda que em bases limitadas. A expansão do empreendimento exige continuo investimento – que precisa ser financiado. Nessa fase, pode ocorrer alguma geração de receita, mas ainda não de lucros.	Venture Capital	Angels investors/ alguns grupos privados.
Crescimento e expansão de mercado	A empresa já ampliou as vendas e começa a obter fluxo regular de receitas, o que aumenta sua capacidade de financiar internamente os novos investimentos. Todavia, em função da magnitude dos investimentos requeridos para uma rápida ascensão do negócio, pode ser necessário o acesso a financiamento de terceiros.	Venture Capital Private Equity	Bancos, fundos de pensão, pessoas físicas, grupos privados.

Quadro 01: Os Estágios de Maturidade de uma empresa.

(conclusão)

Estágio de desenvolvimento	Característica e necessidade de financiamento	Modalidades	Investidor
Maturidade	A empresa se estabelece no mercado e continua a gerar grandes volumes de venda, ganhando economia de escala. Uma expansão relativamente menor traduz no aumento do fluxo de caixa positivo. A empresa torna-se lucrativa e, em alguns casos, começa a se preparar para abrir capital no mercado acionário, através de uma oferta pública (IPO).	Private Equity	Bancos, fundos de pensão, pessoas físicas, grupos privados.
Consolidação	Empresa e produtos já consolidados no mercado, com fator de risco para obtenção de recursos muito menor, uma vez que não há maiores incertezas em relação ao mercado de atuação desta.	Mercado de capitais	Todos. Desde pessoa física com poucos recursos até fundos de investimentos bilionários.

Fonte: Ribeiro *apud* Nita (2005).

No quadro 1, elaborado por Ribeiro *apud* Nita (2005), observa-se de uma forma resumida e hipotética, a maturidade da empresa e suas necessidades de recursos financeiros e quais as modalidades de investimentos da indústria de Capital de Risco que mais se encaixam, e ainda enfatiza a maneira de investimento por estágios. Nela, são utilizadas diversas características da empresa como: volume de faturamento, qualidade e quantidade dos clientes, número de produtos, idade da empresa, entre outros.

### 2.2.1 Investimento Anjo

Surgido nos Estados Unidos, modalidade de investimento inicia-se por meio de um financiamento para desenvolver uma ou mais ideias de negócio, que em diversas vezes ainda não saíram do papel. E para isso acontecer deve constar certos aspectos, os quais o site Anjos do Brasil<sup>1</sup> cita:

<sup>1</sup> <http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-acute-um-investidor-anjo.html>

1. É efetuado por profissionais (empresários, executivos e profissionais liberais) experientes, que agregam valor para o empreendedor com seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos, além dos recursos financeiros. Por isto é conhecido como *smart-money*.
2. Tem, normalmente, uma participação minoritária no negócio.
3. Não tem posição executiva na empresa, mas apoiam o empreendedor atuando como um mentor/conselheiro.

E Vaccari (2015) reforça dizendo que os investimentos são feitos para ver se o negócio terá realmente potencial de sucesso. E se houver a empresa ou startup receberá outras rodadas de investimentos com valores maiores. Em caso de não dar certo, a parceria não acontecer, o investidor anjo apenas perderá o investimento inicial.

### **2.2.2 Capital Semente ou *Seed Capital***

Essa modalidade vem logo depois do investidor anjo, com porte mais robusto e que trabalha com diversificação, investindo em diferentes empresas em estágios iniciais, e que ainda não estão estruturadas totalmente. Assim, visando agregar valor ao negócio que estará investindo, buscando um crescimento elevado e posteriormente, tomar seus devidos retornos positivo ou negativo.

De acordo com a ABVCAP<sup>2</sup>, Capital Semente é feito por investidores que apostam na fase inicial da empresa, que fornecem recursos para estruturar e fazer esses negócios deslancharem.

### **2.2.3 Fundos Venture Capital (VC)**

Há uma certa confusão, sobre o conceito de Venture Capital no Brasil, pois *Venture Capital* traduzido do inglês para o português significa *capital de risco*, porém, há uma modalidade desse setor chamado de Venture Capital, administrado por fundos de investimentos, o qual será estudado no presente trabalho.

---

<sup>2</sup> A ABVCAP - é uma entidade sem fins lucrativos em atividade desde o ano de 2000, que visa desenvolvimento da atividade de investimento de logo prazo no país, nas modalidades abrangidas pelos conceitos de Private Equity, venture e Seed capital.

Fundos Venture Capital, resumidamente, são formados por investidores que financiam empresas de pequeno e médio porte com um faturamento ideal para o aporte de investimento e com um grande potencial de crescimento (CRIATEC).

ABVCAP, diz que:

O investimento em venture capital pode ser realizado tanto por companhias de participações, gestores, através de fundos de investimentos estruturados para esta finalidade ou, ainda, por investidores individuais que disponham de capital para investir nesta atividade. Seus principais investidores são institucionais, em especial os fundos de pensão e seguradoras. Alguns fundos requerem a adequação à definição de investidor qualificado pela CVM.

Fortuna (2011), diz que Venture Capital seria um estágio anterior ao do Private Equity, pois aquele caracterizaria melhor o investimento de risco em novas empresas em processo inicial. A teoria é reforçada por Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), que elucidam essa modalidade sendo como sinônimo de investimentos em empresas nos seus primeiros estágios, onde os gestores/VCS têm o intuito de envolver-se intensamente na estruturação do negócio.

No texto do 2ª censo elaborado pela ABDI (2011), há informações desmembrando ainda mais os estágios de vida das empresas e as devidas descrições dos tipos de investimentos que devem receber os recursos. Sobre estágio de desenvolvimento, há dois estágios que é empregada a modalidade de VC. Que são:

- Fase inicial do desenvolvimento: Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já testados comercialmente, usualmente, com até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$ 8 milhões.
- Fase posterior: A empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que podem ser criados pela geração interna de veículos de investimento para ampliar a comercialização, melhoria de produto, aumento da capacidade produtiva, distribuição, etc.

Depois deste estágio, a empresa pode alcançar ou não o objetivo inicial, e assim, passar para as próximas etapas de financiamentos.

## 2.2.4 Fundos Private Equity (PE)

Os fundos de Private Equity desde seu nascimento na década de 1920 tem seu objetivo de investir em negócios que precisam de recursos financeiros e de gestão, com um retorno exponencial. E com o passar dos anos, a sua essência foi mudando, agora buscam empresas mais robustas, com faturamentos superiores a dezenas de milhões ou mais, as quais, às vezes, já estão prestes a abrir o capital na bolsa de valores.

ABDI(2011)<sup>3</sup>, define que Private Equity:

...refere-se a investimentos em ações (Equity investments) de empresas não listadas em mercado públicos de valores, independentemente da estrutura societária utilizada. Em razão de sua natureza caracterizada por baixa liquidez, retorno de longo prazo e assimetria informacional, negócios de Private Equity possuem riscos e retornos mais elevados que os tradicionais, o que os classifica na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*).

No Brasil, essa modalidade vem representando um crescimento muito grande com várias empresas no portfólio, as quais já fazem parte da bolsa de valores de São Paulo, segundo Gioielli (2013), há um forte crescimento no número de empresas que tiveram aporte da indústria de PE, algumas delas, com resultados bastante satisfatórios, como: TAM, ALL, TOTVS, COSAN, GOL, Natura, UOL, entre outras empresas.

## 2.3 HISTÓRIA DA MODALIDADE DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

A modalidade de Venture Capital tem início nos Estados Unidos e posteriormente se desenvolveu na Europa, e, comparando com as primeiras regiões a desenvolver esse modelo, a expansão da indústria no Brasil passou por muitas dificuldades, como: a situação do quadro econômico brasileiro, com instabilidade, principalmente pela alta das taxas de juros utilizada nos títulos governamentais que, conseqüentemente, impossibilitaram a gestão de longo prazo. Assim tornando os investimentos muito arriscados e sem um parâmetro a mesurar o retorno sobre o risco tomado pelos investidores (PINTO, 1996).

---

<sup>3</sup> ABDI é Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.

De acordo com ABVCAP, as primeiras ações realizadas no Brasil foram através do governo, datado em 1974, por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e, em 1976 foi criada outra organização para auxiliar nesse avanço, que é a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

Nesse ritmo, foi apresentado o Plano Real, que melhorou os olhares para a conjuntura econômica. Assim, o ambiente de negócios ficou mais atrativos e adequados para a indústria, tanto a modalidade de VC quanto a de PE, ainda mais com os projetos de privatização.

E para formalizar o setor, um artigo publicado pela ABVCAP que busca reunir informações sobre a estrutura legal dos fundos de Private Equity e Venture Capital no Brasil, diz:

Os fundos de venture capital no Brasil são conhecidos como Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), e foram criados e regulamentados pela Instrução CVM 209/94. Tais fundos são constituídos sob a forma de condomínio fechado e possuem dez anos como prazo máximo de duração.

Com base nos dados disponibilizados pelo Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital, pesquisados pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV/SP), obtiveram informações sobre a indústria de PE/VC no Brasil desde 1994, as quais onde haviam somente 8 gestores de fundos. Em 2000, o número teve um salto relevante, chegou a 45. Em 2008, um crescimento excepcional, os fundos abertos chegaram a 24, e 132 gestores, que captaram uma quantia de US\$ 2,6 bilhões.

Em 2003, a indústria ganhava mais visibilidade no país, a CVM publicou a Instrução 391, regulando os veículos de investimentos de PE/VC, criado no Brasil. Isso torna mais forte a regulação do setor, pois não havia um regimento próprio, previsto por lei. Outras reformas atreladas a instrução foi a abertura para os fundos de pensões aumentarem suas participações em PE/VC, quão grande esse impacto foi, que em 2008, a participação dos fundos de pensão no processo de captação chegou a 50%.

Na evolução do setor, temos o papel do investidor estrangeiro que expandiu os números no momento da captação. Segundo ABVCAP, o percentual do capital comprometido total estrangeiro aumentou ligeiramente de 2005 a 2015, chegando a 47%. Esse aumento está ligado

à redução do preço dos ativos de dólar, pelo baixo crescimento real do PIB<sup>4</sup> nacional e a perspectiva pouco otimista para a economia.

Na consolidação de dados, realizada pela KPMG<sup>5</sup> e a ABVCAP em 2016, demonstra-se que a modalidade de VC vem se destacando no aspecto de capital comprometido total, por ter um número maior de gestoras e aumentando sua atuação em diversas empresas. Alcançou 60,4% em comparação com a PE na quantidade de empresas investidas, porém com um volume de investimentos muito baixo. Em 2015, as modalidades de PE/VC, mesmo tendo um percentual baixo perante aos anteriores, contou com o capital comprometido total de R\$ 5,3 bilhões, sendo que R\$ 1,7 bilhões é da modalidade de VC.

Com esse período de trabalho realizado pela indústria, nota-se um esforço grande das instituições governamentais, do mercado e dos órgãos reguladores. Para melhora das atividades de investimentos, proporcionando assim, facilidade e maior acesso aos recursos dessa modalidade, conseqüentemente, gerando renda e emprego.

## **2.4 OS CRITERIOS AVALIADOS PELOS VENTURE CAPITALISTS**

O trabalho de Fairchild (2004) define de forma simples e bem elaborada as características dos venture capitalists, pois é um investidor diferente de outros investidores que atuam no mercado, e suas diferenças são consideradas pelas seguintes razões:

a) os venture capitalists operam de forma particular, aportando recursos por meio de contratos financeiros, através dos quais negociam com a gerência da empresa uma parte das cotas e do controle acionário, bem como as formas de desinvestimento;

b) fornece não apenas recursos para atender às necessidades financeiras das empresas, mas proporcionam uma parceria prestando serviços que adicionam valor ao negócio;

c) contribuem para o sucesso do negócio do empreendedor;

d) procuram realizar seus investimentos após certo tempo de maturação, substituindo-os por outros em sua carteira;

e) a decisão de aportar os recursos tem dado importância especial a fatores, tais como ética e reputação do empreendedor.

---

<sup>4</sup> PIB é a sigla para Produto Interno Bruto, e representa a soma, em valores monetários, de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região, durante um determinado período.

<sup>5</sup> KPMG é uma rede global de firmas independentes que prestam serviços profissionais de auditoria, tax e advisory.

Na tradução do nome Venture Capital, já indica uma forma de investimento de alto risco. Os fundos de capital de risco brasileiros não são diferentes, consideram seus investimentos, na grande maioria (79%), de alto risco. Esse risco contribui também, para o baixo número de negócios investidos (TITERICZ, 2003).

Nesse sentido, a cada ano gestores da modalidade VC avaliam centenas de oportunidades de investimento. Após um criterioso processo de seleção, investem em apenas 1% delas (Carvalho, Ribeiro e Furtado, 2006). Essa modalidade tem como características, uma baixa conversão em empresas investidas.

Motta (2011), diz que no âmbito da tomada de decisão, muitas empresas são cogitadas para receber os recursos e, poucas recebem investimento. Por isso é preciso focar no processo de decisão, para o que pode, efetivamente, ser feito. Pois, nesse processo os estudos devem ser realizados com muita atenção e ser o máximo meticoloso, o seu impacto é muito grande tanto no momento de acerto quanto no erro.

Portanto, as decisões devem ser tomadas, quando todos os riscos e incertezas estão mesuráveis e de acordo com os princípios da empresa de VC. Nesse sentido Galesne (1999, pag. 18), diz:

A decisão de investir não deve ser tomada de forma expedita, mas, ao contrário, deve ser a etapa final de uma série de estudos, ao longo dos quais o projeto de investimento é constantemente colocado em questão: o investimento realizado poderia então ser considerado como um projeto de investimento que ultrapassou com sucesso todas as diferentes barreiras que teriam exigido diante de si.

Hall e Hofer (1993, pag. 11) afirmam: "O envio cego de planos de negócios com uma carta de apresentação genérica não foi uma abordagem de sucesso nos estudos de propostas ". E essas descobertas seriam úteis para os venture capitalists usarem como uma lista de verificação para revisar suas próprias operações. E ainda, os órgãos do governo que fomentam esse setor, poderiam usar as descobertas para tornarem-se mais conscientes de como os investidores e as investidas interagem, tais conhecimento que poderiam ser aplicados na criação de políticas nacionais mais efetivas que promovam o setor de capital de risco como um todo.

A base bibliográfica relacionada às pesquisas que avaliam os critérios e o processo de seleção realizada pelos fundos de Venture Capital é vasta, levando em conta as mudanças que teve nesses últimos anos. As teorias que se destacam são: Wells (1974), Poindexter (1976), Tybjee e Bruno (1984), MacMillan, Siegel e Subbanarasimha (1985), Macmillan, Zemann e



Subbanarasimha (1987), Khan (1987), Fried e Hisrich (1994), Rah, Jung e Lee (1994), Muzyka, Birley e Leleux (1996), Manigart e Wright (1997), Karsai e Wright (1998), Feeney (1999), Khanin (2006), Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006).

Fried e Hisrich (1988) afirmaram que as pesquisas acadêmicas sobre o tema Capital de Risco eram raras antes de 1980. No entanto, eles encontraram dezesseis (16) estudos entre 1981 e 1987 que pesquisaram e forneceram recomendações para pesquisas futuras, sobre as decisões de investimento de capital em empreendimento de risco.

Desta forma, foi feita uma extensa pesquisa na literatura acadêmica, a qual mostra que a dissertação de 1974 de Wells marca a primeira e mais inclusiva pesquisa realizada sobre os critérios utilizados na decisão de Capital de Risco. Esta seção destina-se a analisar minuciosamente o progresso na pesquisa acadêmica desde a contribuição de Wells.

Wells (1974) realizou entrevistas pessoais com oito (8) empresas de VC. Os critérios que seus entrevistados usaram para avaliar negócios incluem ordem de significância, como; compromisso de gestão, mercado, habilidades de marketing, habilidade de engenharia, plano de marketing, habilidades financeiras, habilidades de fabricação, referências, outros participantes no negócio, indústria / tecnologia e método de saída.

Poindexter (1976) adicionou aos critérios de Wells (1974) e reorganizou-os com um tamanho de amostra mais extenso de noventa e sete (97). Os novos critérios de classificações foram modificadas de acordo com sua significância, inserindo qualidade de gerenciamento, taxa de retorno esperada, risco esperado, participação percentual em consideração do risco, participação na administração, provisões financeiras para direitos dos investidores, desenvolvimento dos estágios do empreendimento, convênios restritivos, juros ou taxa de dividendos, capitalização atual, controle de investidores e considerações de abrigo fiscal.

Tyebjee e Bruno (1981) entrevistaram quarenta e seis (46) gestores, as quais foram realizadas por telefone. Eles descobriram que a principal barreira ao tamanho do setor de Capital de Risco era a falta de oportunidades de investimento. O potencial de ROI, calculado a partir de demonstrações financeiras, foi comumente usados para avaliar os negócios. E a política fiscal foi revelada como a política governamental mais importante para o setor.

Em 1984, realizando pesquisas telefônicas com os mesmos gestores citados acima, Tyebjee e Bruno publicaram um estudo exemplar, que modelou as etapas das atividades de investimento de Fundos VC. São elas:

(1) Origem do negócio: os processos pelos quais as ofertas consideram como perspectivas de investimento, que envolve a atratividade do mercado (tamanho, crescimento e acesso aos clientes).

(2) Rastreamento de negócios: uma delimitação de variáveis de políticas-chave que delimitam as perspectivas de investimento para alguns poucos gerenciáveis para uma avaliação aprofundada. Como a diferenciação de produtos (singularidade, patentes, borda técnica, margem de lucro). Busca também analisar as resistências e as ameaças ambientais (ciclo de vida da tecnologia, barreiras à entrada competitiva, insensibilidade aos ciclos econômicos e proteção de risco).

(3) Avaliação: com base na ponderação de várias características do empreendimento e na decisão de investir, conforme determinado pelos níveis relativos de risco percebido e retorno esperado e avaliando principalmente as capacidades gerenciais dos empresários (habilidades em marketing, gerenciamento, finanças e as referências do empreendedor).

(4) Estruturação do Negócio: a negociação do preço do empreendimento, ou seja, o capital próprio cedido pelo investidor e os contratos que limitam o risco do investidor.

(5) Atividades pós-investimento: a assistência ao empreendimento nas áreas de recrutamento de executivos-chave, planejamento estratégico, localização de financiamento de expansão e orquestração de fusão, aquisição ou oferta pública.

MacMillan, Siegel e Subba Narasimha (1985) realizaram um estudo de acompanhamento, critérios de replicação utilizados em Tyebjee & Bruno (1981). Eles receberam os questionários pelo correio de 102 entrevistados que eram membros da National Venture Capital Association (NVCA) e encontraram os seguintes grupos de critérios:

(1) personalidade do empreendedor (capaz de esforço intenso e sustentado, capaz de avaliar e reagir bem ao risco, articular-se na discussão de risco, atende aos detalhes e personalidade compatível com os investidores);

(2) experiência do empreendedor (minuciosa familiaridade com o mercado, liderança no passado, histórico relevante para o empreendimento, sendo referido por fonte confiável e reputação);

(3) características do produto ou serviço (produto proprietário, aceitação no mercado do produto, desenvolvimento do protótipo funcional e atributo de alta tecnologia do produto);

(4) características do mercado (taxa de crescimento significativo, mercado existente, familiaridade dos investidores com o mercado, baixa ameaça de concorrência durante os três primeiros anos e capacidade de criar um novo mercado)

(5) considerações financeiras (pelo menos 10 vezes o retorno em 5-10 anos, o investimento é fácil de liquidar, pelo menos 10 vezes em menos de 5 anos, investimento subsequente e participação na última rodada de investimento).

MacMillan e Subba Narasimha seguiram sua pesquisa de 1985 com Zemann em 1987. Eles tentaram divulgar como os critérios de avaliação em uso preveem o sucesso de um empreendimento após o investimento (MacMillan et al, 1987).

Eles perguntaram a sessenta e sete (67) entrevistados, os quais são gestores de empreendimentos de modalidade VC, para avaliar empreendimentos altamente bem-sucedidos e altamente infrutíferos, 150 empreendimentos no total, e 25 critérios de seleção e vários critérios de desempenho. Eles encontraram duas categorias de critérios de avaliação que preveem o sucesso de um empresário: isolamento inicial de concorrentes e grau de aceitação no mercado do produto. Usando análise de cluster, eles encontraram três classes de empreendedores mal sucedidos:

(1) empresários que não têm experiência, mantêm poder, um protótipo de produto e uma demanda de mercado;

(2) empresários que, apesar das boas credenciais, enfrentam antecipadamente concorrência;

(3) empresários com excepcional poder de permanência, mas que facilmente perdem o mercado à concorrência devido à falta de proteção do produto.

Khan (1987) enviou questionários para trinta e seis (36) VCs para validar o modelo de decisão de investimento. As respostas mostraram que o desejo de sucesso das empresas e a natureza de seus produtos são mais críticos para os capitalistas de risco aprovarem um acordo. Além disso, a criatividade e a integridade dos proprietários são os preditores mais significativos do sucesso do empreendimento.

Fried e Hisrich (1994) identificam 15 critérios de seleção e agrupam em três categorias: Conceito, Retorno financeiro e Gestão. Conceito refere-se a estratégia geral do negócio. Retorno Financeiro estende a uma característica de todo investidor, que é a probabilidade de ganhos sobre seu capital investido, que nesse caso, considera uma saída da empresa

positivamente. E por fim, Gestão, que para os autores, está relacionado ao capital humano, buscando características que favoreça formar uma equipe de excelência.

Quadro 2. Critérios de seleção de investimentos das empresas de Venture Capital.

<b>Conceito</b>
• Potencial de Crescimento
• Aumento da participação no mercado
• Redução significativa de custos
• Inovação existente ou que possa ser trazida a mercado em até três anos
• Vantagem competitiva
• Necessidade de Capital
<b>Gestão</b>
• Integridade pessoal
• Experiência anterior positiva
• Habilidade para identificar riscos e mitigá-los
• Domínio no negócio
• Liderança sob qualquer situação
• Experiência de gestão
<b>Retorno Financeiro</b>
• Expectativa de saída
• Potencial para elevada taxa de retorno
• Potencial para elevado retorno absoluto

Fonte: Adaptado Fried e Hisrich (1994).

Nesse criterioso processo decisório de investimento em Venture Capital realizado pelos gestores dos fundos, Fried e Hisrich analisam a dinâmica desse método, e apresentam em seis estágios, que são; 1. Origem da proposta; 2. Seleção específica de cada empresa de capital de risco; 3. Seleção genérica; 4. Primeira avaliação; 5. Segunda fase de avaliação e 6. Fechamento do negócio, conforme figura 1.

Sendo assim, todos esses estágios levam certa quantia de tempo e mão-de-obra intensiva, o qual exige em média 97,1 dias para um investimento atravessar o processo todo.

Estima-se que em média, uma proposta financiada, a qual os gestores tornam-se investidor principal, o processo requer 129,5 horas de seu tempo para analisar (Fried e Hisrich, 1994).

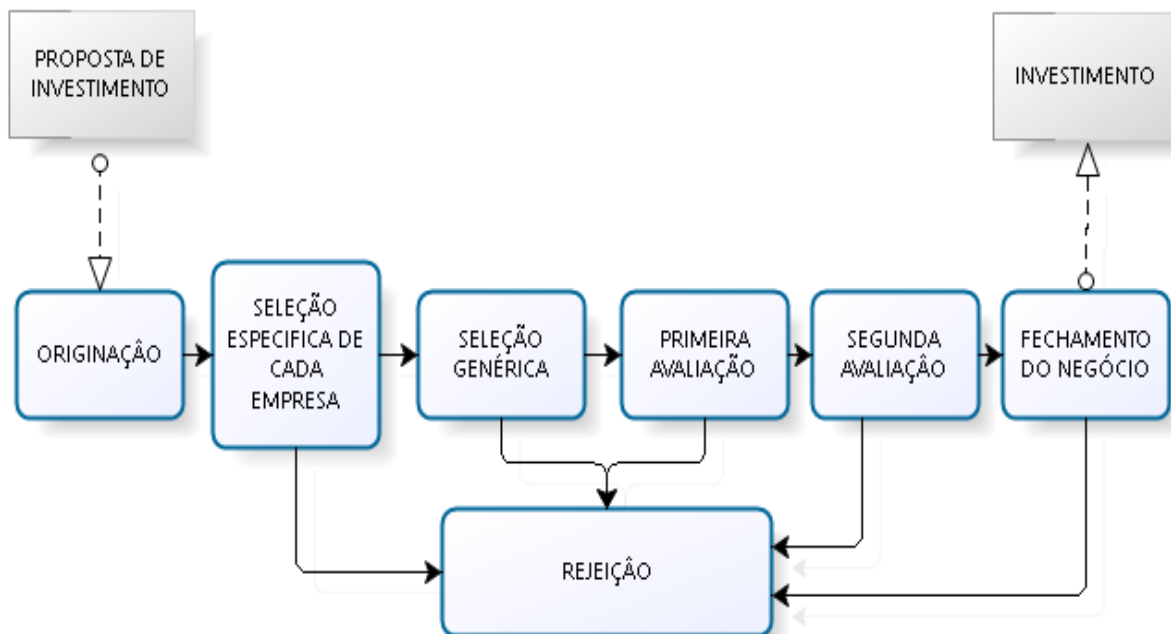


Figura 2 – O processo de seleção em seis estágios propostos por Fried e Hisrich

Fonte: Fried e Hisrich (1994)

Rah, Jung e Lee (1994) aplicaram o trabalho de Tyebjee Bruno (1984) e o do MacMillan (1985) para adaptar os critérios de avaliação para os VCs coreanos. Deles a classificação de critérios é algo diferente da lista dos americanos. Por ordem de média, os critérios de investimento importantes são divididos em seis grupos:

(1) capacidades gerenciais: credibilidade, concentração e entusiasmo, organização, capacidade de gerenciamento, capacidade de visão e previsão, experiência passada em negócios relacionados, capacidade de gerenciamento de risco, grau de conhecimento técnico, formação e carreiras, registro de gerenciamento passado e visão de fora da capacidade de gerenciamento;

(2) atratividade do mercado: potencial de crescimento do mercado, tamanho do mercado, aceitação do mercado, grau de canal de distribuição de vendas, desenvolvimento do mercado e estratégia de vendas e grau de aquisição de clientes;

(3) superioridade do produto e da tecnologia: grau de mão de obra técnica, grau de tecnologia de núcleo, capacidade de desenvolvimento de tecnologia, superioridade do

desempenho do produto, competitividade de preços, grau de margem do produto e singularidade do produto;

(4) capacidade de financiamento: capacidade de financiamento, conhecimentos informais e status de garantia;

(5) disponibilidade de matérias-primas: fornecimento estável de matérias-primas e estabilidade de preços das matérias-primas; e

(6) capacidade de produção: grau de instalações do equipamento, facilidade de aquisição do trabalho e adequação do layout da instalação.

Muzyka, Birley e Leleux (1996) descobriram que é preferível selecionar uma oportunidade, que oferece uma boa equipe de gerenciamento e aspectos financeiros razoáveis, bem como características viáveis de produtos e mercado. Essas preferências foram confirmadas mesmo que essa oportunidade não pudesse atender aos requisitos do acordo. Nesse cenário, os capitalistas de risco devem priorizar as suas preferências e, às vezes, comprometer-se entre vários critérios no processo de avaliação.

Manigart e Wright (1997) investigaram o processo de avaliação de investimentos realizado pelos VCs, incluindo coleta de informações, avaliação de risco e retorno exigido, e a escolha do método de avaliação. O estudo foi realizado no Reino Unido, Holanda, Bélgica e França. Sete (7) elementos foram distinguidos como possíveis indicadores do nível de risco de um projeto. O indicador de risco mais importante é a contribuição da administração em termos de habilidades gerenciais, seguida da natureza dos produtos da empresa no mercado e da contribuição financeira da equipe de gerenciamento. Muito menos importante é a saída da empresa, o resgate dos rendimentos de participações dos dividendos.

Já Karsai e Wright (1998) examinaram as abordagens de avaliação publicadas e usadas por Fundos Venture Capital na Hungria, Polônia e Eslováquia e comparadas com as do Reino Unido.

Em questões de triagem, as diferenças mais notáveis são os requisitos das investidas para o atendimento de benchmarks<sup>6</sup> de relações financeiras. As condições de mercado têm uma maior influência na Hungria, Polônia e Eslováquia do que no Reino Unido, visto que a importância é maior para o nível da taxa de retorno buscada em projetos de investimento. Além

---

<sup>6</sup> Benchmark é uma análise comparativa de produtos ou serviços da concorrência para um produto existente ou para um setor de uma determinada atividade no quadro da concepção de um novo produto.

disso, os fatores do mercado de produtos são mais importantes nos três países na avaliação do nível de risco dos projetos.

Em 1999, Feeney, Haines e Riding usaram uma abordagem qualitativa para criar diferentes listas de critérios para o setor canadense. Eles pediram a cento e noventa e quatro (194) investidores para responderem a duas questões - deficiências e fatores essenciais para oportunidades de negócios - que eventualmente resultaram em duas listas: atributos dos proprietários e atributos das empresas.

Os atributos dos proprietários incluem histórico de gestão, avaliações realistas de potencial do negócio, integridade e abertura dos empreendedores. Enquanto isso, os atributos de uma oportunidade de negócio incluem potencial de alto lucro, um plano de saída razoável, segurança do investimento e nível de envolvimento dos empresários. A importante revelação é que os motivos para rejeitar propostas não são simplesmente os motivos inversos para investir.

Khanin (2006) demonstrara que a competência da gestão e o grau de rivalidade competitiva são dois critérios essenciais nas seleções de novos empreendimentos. Esses critérios de investimento são apresentados da seguinte forma em sua pesquisa:

- 1) dominância do setor em um mercado suficientemente grande e em rápido crescimento;
- 2) estratégia vencedora de mercado de produtos;
- 3) modelo superior de negócios;
- 4) flexibilidade de gestão, criatividade e confiabilidade;
- 5) gestão superior, conhecimento e compreensão do seu setor;
- 6) grande equipe de gerenciamento;
- 7) gestão da preocupação do cliente;
- 8) aprovação do produto pelo cliente;
- 9) poder de mercado do cliente para tomar decisões de adoção de produto;
- 10) concorrente resposta atrasada a uma nova entrada;
- 11) retaliação concorrente esperada;
- 12) não respondendo concorrente devido a problemas próprios; e
- 13) a colaboração da concorrente esperada.

A pesquisa realizada por Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) e apresentada no 1º censo brasileiro sobre a Indústria de Private Equity e Venture Capital, identificou os principais critérios que os VCs iram avaliar no projeto ou empresa, Que são:

a) experiência profissional dos gestores (assertiva “para investirmos, é essencial que os principais gestores tenham sólida experiência profissional”), com 78,6% de concordância. Isso indica que, ao adquirir participação em uma empresa, o gestor de PE/VC está, na realidade, apostando na capacidade empreendedora dos empresários e executivos da investida;

b) inexistência de informalidade nos negócios (assertiva “não investimos quando parte ou a totalidade dos negócios estão na informalidade”), com 75% de concordância;

c) bases sólidas para o cálculo do valor da empresa (assertiva “não investimos quando temos poucos elementos para calcular o valor da empresa”), com 60,6% de concordância;

d) dados contábeis confiáveis, (assertiva “para investirmos, é essencial que os balanços e demonstrativos existentes sejam auditados”), com 59% de concordância;

e) número excessivo de acionistas (assertiva “não investimos quando a empresa tem um grande número de acionistas minoritários”), com 39,3% de concordância.

f) e último critério não muito importante, mas que alguns gestores levam muito em consideração é a localização do projeto, porque eles geralmente dedicam muito tempo com seleção, monitoramento, participação em conselho administrativo, etc. Precisando então, estar presente em grande parte dos estágios de vida do empreendimento.



### 3. METODOS E TÉCNICAS DE PESQUISAS

Para Silva (2001) a pesquisa é um conjunto de ações, propostas para encontrar a solução para um problema, que tem por base, procedimentos racionais e sistêmicos. A pesquisa é realizada quando se tem um problema e não há informações para solucioná-lo.

A técnica a ser abordada nessa pesquisa tem uma relação muito grande com a natureza do problema a ser investigado, pois a cada década que se passa mais desafios o pesquisador é confrontado, e nesse trabalho não será diferente. É um ponto a levar em consideração na escolha da técnica de pesquisa, tem a ver com a visão do pesquisador, que busca notar as opções de metodologias disponíveis, o seu comprometimento, a participação dos pesquisados, a adequação dos métodos e teorias (FLICK, 2004).

Neste trabalho, foi feita uma pesquisa de dados em diversos artigos que foram realizados por profissionais respeitados e, também em órgãos confiáveis da área de Capital Risco.

Foi utilizado como referência bibliográfica, fontes dos principais autores de obras e pesquisas feitas sobre o assunto de Venture Capital, tanto os internacionais como os nacionais, além de trabalhos realizados por órgãos especializados nesse setor. Assim, “fornecendo um contato direto com tudo que foi escrito sobre o tema” (MARCONI, 2015).

#### 3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

O tipo de pesquisa realizada neste trabalho foi a descritiva, já que o trabalho descreve o conceito de Capital de Risco e as teorias sobre os critérios utilizados no processo de seleção de investimento, baseando-se em trabalhos produzidos ao longo desses anos para obtenção dos dados necessário para a realização da monografia.

A forma que foi abordada o assunto dessa pesquisa, seguiu o conceito de pesquisa qualitativa, pois buscou fatores que pudessem conceituar os diferentes tipos de investimentos de Capital de Risco, histórico do setor, analisar o processo de seleção dos VCs, entre outros.

Os dados alcançados nessa pesquisa foram por meio de documentos bibliográficos, ou seja, dados secundários. Conforme Mattar (1999), os dados secundários são aqueles que já foram coletados, tabulados e analisados e que agora se encontram a disposição dos interessados. Sendo que para analisar os critérios de seleção foram realizadas pesquisas em artigos científicos, em censos realizados por organizações que estudam e representam o setor.

### **3.1.2 Caracterização dos instrumentos de pesquisa**

Para alcançar os objetivos deste trabalho, foi realizada uma análise dos estudos publicados em censos que foram elaborados pelo departamento de Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas e pela Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital, juntamente de artigos encontrados no acervo de sites internacionais, os quais apresentam mais maturidade nesse setor.

A comparação foi realizada principalmente entre autores que produziram obras relacionadas ao assunto desta pesquisa. Tais como Wells (1974), Poindexter (1976), Tybjee e Bruno (1984), MacMillan, Siegel e Subba narasimha (1985), Macmillan, Zemann e Subba Narasimha (1987), Khan (1987), Fried e Hisrich (1994), Rah, Jung e Lee (1994), Muzyka, Birley e Leleux (1996), Manigart e Wright (1997), Karsai e Wright (1998), Feeney, Haines e Riding (1999), Khanin (2006), Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006).

### **3.1.3 Procedimentos de coleta e análise de dados**

Para obter os dados necessários para a realização do trabalho, foi feita a análise dos primeiro e segundo censo brasileiro de Private Equity e Venture Capital, contendo informações quantitativas e qualitativas sobre diversos fatores presentes no setor de VC e aos critérios de avaliação estudados por esses autores.

Para a coleta de dados, foi realizada uma busca no sistema Google Scholar entre o mês de dezembro de 2017 até final janeiro de 2018, através de palavras-chaves, tais como: Venture Capital, Critérios, Seleção, Avaliação. Sendo que dessas palavras, visei buscar em inglês, pois o setor tem maior desenvolvido nos Estados Unidos. Posteriormente, foram selecionados os artigos conforme o ano e a utilização de pesquisas exploratórias, os quais utilizaram como ferramenta de pesquisa a entrevistas com os gestores. Assim, encontrando inúmeros trabalhos de autores respeitados nesse setor, com a extração de quadros, figuras, teorias, entre outros.

A análise de dados segundo Vergara (2006) “É considerada uma técnica para tratamento de dados que visa identificar o que está sendo dito a respeito de determinado tema”, esta, foi feita através de uma comparação dos estudos realizados e publicados de forma cronológica, para verificar os critérios estudados em relação com a seleção dos projetos na modalidade de investimento Venture Capital, que vão desde o momento da originação da proposta até a saída do negócio.

#### **4. RESULTADOS E DISCUSSÃO**

Neste capítulo são apresentados os resultados encontrados, bem como a análise e interpretação dos dados da pesquisa. Na tentativa de responder a pergunta, “quais os critérios utilizados pelos gestores de Fundos Venture Capital na seleção de investimentos?”.

Não parece haver um acordo geral sobre os critérios de decisão utilizados pelos VCs, na avaliação de propostas de investimento, em especial nesses 14 autores pesquisados. Isso levou alguns pesquisadores a concluir que cada VC precisa ser abordado de forma independente, abordando de forma exclusiva os critérios de seleção.

Os critérios podem ser considerados como variáveis independentes, e a decisão de investir podem ser consideradas como uma variável dependente. Sendo assim, foi realizada a busca e a organização dos critérios de forma classificatória.

Desta forma, o capítulo está estruturado da seguinte forma: para cada tópico exibem-se os critérios que mais foram citados nos artigos revisados nesta pesquisa, os quais estão demonstrados no respectivo estudo no Quadro 3.

Quadro 3 - Comparação dos critérios de seleção de fundos Venture Capital.

<b>EVOLUÇÃO DOS CRITÉRIOS</b>	<b>Nº de entrevistados</b>	<b>Equipe de gerenciamento</b>	<b>Mercado e seu crescimento</b>	<b>Produto</b>	<b>Risco</b>	<b>Concorrência</b>	<b>Saída do negócio</b>	<b>Estratégia</b>	<b>Clientes</b>	<b>Retorno</b>
Wells (1974)	8	X	X			X	X			
Poindexter (1976)	97	X			X					X
Tybjee e Bruno (1984)	46		X		X		X			X
MacMillan, Siegel e Subba Narasimha (1985)	102	X	X	X	X		X	X	X	X
Macmillan, Zemann e Subba Narasimha (1987)	67		X	X		X			X	X
Khan (1987)	36			X						
Fried e Hisrich (1994)	18	X	X		X		X	X		X
Rah, Jung e Lee (1994)	38	X		X						
Muzyka, Birley e Leleux (1996)	73	X	X	X				X		X
Manigart e Wright (1997)	43	X		X	X		X			
Karsai e Wright (1998)	9		X	X	X					X
Feeney, Haines e Riding (1999)	194		X	X	X		X			X
Khanin (2006)	13	X	X	X		X		X	X	
Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006)	9	X	X							X
<b>Nº de vezes citado pelos autores</b>		9X	10X	9X	7X	3X	6X	4X	3X	9X

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Quadro 3 demonstra que o Mercado e o seu crescimento é um dos critérios mais importantes, sendo que foi citado 10 (dez) vezes pelos autores pesquisados. Segundo as pesquisas destes, os VCs se preocupam principalmente se existe acesso suficiente a um mercado visado por um empreendimento e se um empreendimento satisfaz uma necessidade de mercado existente ou estimula uma nova necessidade em um mercado. Outro aspecto, se o mercado é suficientemente grande para que um empreendimento possa se tornar rentável e/ou se um mercado está crescendo rápido o suficiente.

No entanto, há outros critérios muito importantes para os VCs que foram citados 9 (nove) vezes, que são: equipe de gerenciamento, produto e retorno. A Equipe de gerenciamento está relacionada à gestão, a qual é avaliada pelos os VCs para decidir se investirá no empreendimento inicialmente ou não, ainda, avaliando se a alta administração é competente e se contem experiências e referências de locais de trabalhos anteriores. Além disso, buscam uma equipe equilibrada, com diferentes habilidades, tanto psicológica como funcionais de gerenciamento: marketing, financeiro e de fabricação.

Nesse sentido, o produto da empresa que foi citado pelos autores, compreende a qualidade do produto que um empreendimento criou ou comercializa. E para avaliar esse aspecto, os VCS usam certos critérios, que são: o Produto é único ou suficientemente diferenciado em comparação com as ofertas dos concorrentes? A empresa é proprietária do produto ou existe um protótipo funcional? Este produto permitirá que um empreendimento obtenha uma vantagem competitiva devido à sua aparente superioridade em relação aos produtos ou serviços dos concorrentes?

Quanto ao Retorno, este critério demonstrou que os VCs são extremamente preocupados se os retornos projetados do investimento em uma empresa serão suficientes para justificar o financiamento de uma empresa. Ao mesmo tempo, indicaram que não confiam nas projeções super otimistas dos empresários em relação aos seus retornos futuros e prestam mais atenção à taxa de crescimento do mercado e se um produto satisfaz uma necessidade de mercado.

Posteriormente, citado 7 (sete) vezes, o critério risco foi identificado diferentes tipos, que em algum momento os VCs precisaram enfrentar em relação a um empreendimento específico.

Os estudiosos estabeleceram que, ao avaliar investimentos prospectivos, os VCs identificaram vários tipos de risco que talvez eles precisem enfrentar em relação a um empreendimento específico, que são: a) Risco competitivo; b) Risco de resgate; c) Risco de

investimento; d) Risco de gestão; e) Risco de implementação, e também, os riscos esperados e a participação na empresa, levando em conta o percentual de risco que será aceito e como identificá-los e mitiga-los.

Os demais critérios menos citados, porém, não menos importantes, são: saída do negócio (6 vezes), estratégia (4 vezes), clientes (3 vezes) e concorrência (3 vezes). Em questão do critério de saída do negócio, os VCs entrevistados indicaram que examinam suas escolhas de saída antes mesmo da investirem, uma vez que os fundos dos VCs têm uma vida útil limitada (tipicamente, até dez anos). Os VCs estão preocupados se eles serão capazes de liquidar seu investimento no tempo limite. Enquanto ao critério estratégia, os gestores analisam separadamente cada empreendimento, por exemplo: seu posicionamento em relação aos concorrentes; seu desempenho no setor, etc.

Nos estudos realizados sobre os critérios, não foi mencionada a aprovação do cliente como um critério de investimento separado. Em vez disso, os autores demonstraram o papel da aceitação do produto pelo mercado, ou seja, se os clientes de um setor específico endossarão um produto e se a empresa desenvolveu uma verdadeira compreensão de seus potenciais clientes.

No critério concorrência, os VCs avaliam cuidadosamente a extensão da ameaça competitiva em um setor antes que eles decidam investir. Sendo assim, descobriram que dois fatores subjacentes têm sido consistentes nas decisões de selecionar a empresa, que são: a) aceitação no mercado de um novo produto; b) o grau de ameaça competitiva e c) a capacidade da empresa em impedir a concorrência e, se houver competitividade, realizar uma resposta rápida, retaliando a concorrência.

Os resultados encontrados indicam que os critérios que os VCs consideram mais relevantes em um plano de negócio é a equipe de gerenciamento, produto, retorno e risco. Os quais mais foram citados nos estudos dos autores analisados neste trabalho. Desta forma, o empreendedor pode focar nesses critérios, assim, conseguir um diferencial em sua apresentação para um fundo de VC. No entanto, os demais critérios, como: saída do negócio, estratégia, clientes e concorrência não podem ser descartados, pois alguns VCs poderão levar em consideração no momento de avaliar sua empresa.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento do presente estudo possibilitou compreender como o setor de Capital de Risco é estruturado, sua história, conceito e suas principais modalidades de investimento. Além disso, permitiu uma análise documental, sobre os critérios de seleção de empresas, utilizado pelos gestores dos fundos de *Venture Capital*.

A problemática que guiou este trabalho foi voltada para como os empreendedores, no momento de buscar por recursos para desenvolver as atividades ou melhorá-las na empresa, poderiam aportar de um Fundo de Venture Capital e, neste processo há uma seleção criteriosa e demorada, o qual o empreendedor irá participar.

Nesta perspectiva, o objetivo da pesquisa foi analisar quais são os critérios utilizados pelos gestores da modalidade VC no processo de seleção das empresas, que são apresentados para receber os recursos.

Nesse sentido, pesquisas anteriores demonstraram que os critérios mais importantes para os VCs, foram: o crescimento da empresa e o mercado; capacidades de gestão e habilidades funcionais; o produto da empresa; o retorno que o investimento trará aos fundos; os riscos esperados quando investirem na empresa; a forma que será a saída do negócio; a estratégia desenvolvida pelo empreendedor; o tipo de cliente e a percepção do mesmo; e por último, não menos importante, a concorrência, a qual o empreendedor deve saber quais são e como trabalham. Estes estão entre os critérios de investimento mais citados nas pesquisas.

O achado mais importante é que nem todos os critérios são igualmente significativos. O significado varia dependendo do tempo, localização geográfica e estágio de desenvolvimento de um empreendimento. Como consequência, é fundamental para os pesquisadores, testar os critérios antes de fazer recomendações aos empresários e aos capitalistas de risco sobre o uso dos critérios de seleção.

## 6. REFERÊNCIAS

ABDI - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: 2009.420p

ABVCAP. **Consolidação de dados da Industria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2016. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3484.pdf> . Acesso em 23 de junho de 2017.

ABVCAP. **Estrutura legal dos fundos de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2014. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br> Acesso em 24 de Dezembro de 2017.

ANJOS DO BRASIL. **O que é um investidor-anjo**. 2011. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html> acesso em 24 de julho de 2017.

BARON, Robert A. **Empreendedorismo: uma visão do processo**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

BIAGINI, Fabio; SILVA, Felipe. **Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil – a experiência dos fundos Criatec e perspectiva**. Rio de Janeiro. BNDES setorial n.42, p.101-130, 2015.

CARVALHO, Antonio G; RIBEIRO, Leonardo L; FURTADO, Cláudio V. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Editora Saraiva, 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**, Bookman 2012- pg 576.

FAIRCHILD, R. Financial contracting between managers and venture capitalists: *the role of value-added services, reputation seeking and bargaining power*. The Journal of Financial Research, Reino Unido, v.27, n.4, p. 481-495, 2004.

FEENEY, L; HAINES, G. H. JR; RIDING, A. L. “Private Investors’ Investment Criteria: Insights from qualitative data,” Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Abingdon, v. 1, p. 121-145, 1999.

FLICK, Uwe. **Uma introdução à Pesquisa Qualitativa**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**; produtos e serviços. 18ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 2011. 1024p.

FRIED, V; HISRICH, R. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. Financial Management, Tampa, vol. 23, n.3, p. 28-37. 1994.



GALESNE, Alain; FENSTERSEIFER, Jaime; LAMB, Roberto. **Decisões de Investimentos da Empresa** – São Paulo: Atlas, 1999.

GIOIELLI, Sabrina P, O. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas?** Evidências das empresas estreadas na Bovespa. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2013.

GLADSTONE, D; GLADSTONE. L. *Venture Capital Handbook: An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital.* Prentice Hall, New Jersey, 1998.

GOMPERS, P; LERNER, J. The Venture Capital Revolution, The Journal of Economic Perspectives, Pittsburg Vol. 15, Nº 2, pp. 145-168, 2001.

GVcepe. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**, Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP. 2010.

HALL, J; HOFER, C. W. “Venture Capitalists’ Decision Criteria in New Venture Evaluation” Journal of Business Venturing, San Diego, Vol. 8, pp. 25-42, 1993.

IBGE - **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. Demografia das Empresas 2015. Rio de Janeiro, 2017.

KARSAI, J; WRIGHT, M. “Screening and Valuing Venture Capital Investment: Evidence from Hungary, Poland and Slovakia,” Entrepreneurship & Regional Development, Abingdon, Vol 10, No. 3, pp. 203-224, 1998.

KHAN, A. M. “Assessing Venture Capital Investments with Noncompensatory Behavioral Decision Models,” Journal of Business Venturing, San Diego, Vol. 2, pp. 193-205, 1987.

KHANIN, D. **Venture capitalists’ investment and reinvestment decisions**. Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy, University of Maryland, College Park, 2006.

MACMILLAN, I. C; SIEGEL, R; SUBBANARASIMHA, P. N. “Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals,” Journal of Business Venturing, Amsterdã, Vol. 1, pp. 119-128, 1985.

MACMILLAN, I. C; ZEMANN, L; SUBBANARASIMHA, P. N. “Criteria Distinguishing Successful Ventures in the Venture Screening Process,” Journal of Business Venturing, San Diego, Vol. 2, pp. 123- 137, 1987.

MANIGART, S; WRIGHT, M. “Venture Capitalists’ Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study,” Entrepreneurship: Theory and Practice, Vol. 21, No. 3, pp. 29-43, 1997.

MARCONI, Marina Andrade. *Técnicas de Pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados*. 7. São Paulo: editora Atlas, 2015.

- MESKENDAHL, S. The influence of business strategy on project portfolio management and its success: a conceptual framework. International Journal of Project Management. 2010.
- MATTAR, Fauze, N. **Pesquisa de marketing**: metodologia e planejamento. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. v. 1.
- MOTTA, Regis R; CALOBA, Guilherme M. **Análise de Investimentos: Tomada de Decisão em Projetos Industriais**. São Paulo: Atlas, 2011.
- MUZYKA, D; BIRLEY, S; LELEUX, B. “**Trade-offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists**,” Journal of Business Venturing, Vol. 11, pp. 273-288, 1996.
- NITA, Kleber Freitas. **O ciclo de investimento do capital de risco no Brasil e as Modalidades de Private Equity e Venture Capital**. 2008. 106f. Monografia do Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.
- PINTO, Luciane Gorgulho. **Capital de risco**: uma alternativa de financiamento às pequenas e medias empresas o caso Contec, Dissertação de mestrado, IEI/UFRJ,1996
- POINDEXTER, J. B. “**The Efficiency of Financial Markets: The Venture Capital Case**,” unpublished doctoral dissertation, New York University, New York, 1976.
- RAH, J; JUNG K; LEE, J. “**Validation of the Venture Evaluation Model in Korea**,” Journal of Business Venturing, Vol. 9, pp. 509-524, 1994.
- RIBEIRO, Leonardo L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. Dissertação de Mestrado. Programa de pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- SAHLMAN, William. Risk and Reward in Venture Capital. Harvard Business School Note 811-036, 1–37; 2010.
- SALOMON, Délcio Vieira. **A maravilhosa incerteza: pensar, pesquisar e criar**. São Paulo: Martins Fontes, 2000.
- SEBRAE-SP. **10 Anos de Monitoramento da Sobrevivência e Mortalidade de Empresas**. São Paulo, 2008. Disponível em: <http://www.sebrae.com.br>. Acesso em 26 de maio de 2017.
- SHEPHERD, D.A; ZACHARAKIS, A.L. Venture capitalists' expertise: A call for research into decision aids and cognitive feedback. Journal of Business Venturing, **17**, 1–20; 2002.
- SILVA, Edna L; MENEZES, Estera, M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação** – 3. ed. rev. atual. – Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.
- TITERICZ, Ricardo. **Caracterização dos Fundos de Investimentos de Capital de Risco Brasileiro**; 2003. 80f. monografia do curso de Pós-Graduação em Engenharia da Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

TYEBJEE, T. T; BRUNO, A. V. “A Model of Venture Capitalist Investment Activity,” Management Science, Vol. 30, pp. 1051-1066, 1984.

TYEBJEE, T. T; BRUNO, A. V. “Venture Capital Decision-Making: Preliminary Results form Three Empirical Studies,” Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Massachusetts, 1981.

TRENTINI, M; PAIM. L. **Pesquisa em enfermagem**. Uma modalidade convergente-assistencial. Florianópolis. Editora da UFSC, 1999.

VACCARI, Maria Beatriz. *O investidor que é um Anjo*. *Revista W*, São Paulo/SP, nº 182, p. 38-42, 2015.

VERGARA, S. C. **Métodos de pesquisa em administração**. 2ª . ed. São Paulo: Atlas, 2006.

WELLS, W.A. **Venture Capital Decision-Making**. Unpublished doctoral dissertation: Pennsylvania, Carnegie Mellon University; 1974.

ZIDER, Bob. How Venture Capital Works. Harvard Business School Review., Brighton, 1998. Disponível em: <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>. Acesso em 29 de junho de 2017.