

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS**  
**UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**  
**NÍVEL MESTRADO**

**ALEXANDRE MACHADO DA COSTA**

**ANÁLISE DE FATORES CRÍTICOS NA TOMADA DE DECISÃO DE**  
**GESTORES DE *VENTURE CAPITAL* QUANTO A INVESTIMENTOS**  
**NO MERCADO BRASILEIRO**

**Porto Alegre/RS**

**2020**

ALEXANDRE MACHADO DA COSTA

**ANÁLISE DE FATORES CRÍTICOS NA TOMADA DE DECISÃO DE  
GESTORES DE *VENTURE CAPITAL* QUANTO A INVESTIMENTOS  
NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial  
para obtenção do título de Mestre em Ciências  
Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em  
Ciências Contábeis da Universidade do Vale do  
Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

Porto Alegre/RS

2020

C837f Costa, Alexandre Machado da.

Análise de fatores críticos na tomada de decisão de gestores de venture capital quanto a investimentos no mercado brasileiro / por Alexandre Machado da Costa. – 2020.

120 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2020.

“Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt”.

1. Venture capital. 2. Inovação. 3. Capital empreendedor.  
I. Título.

CDU: 330.142.211

Alexandre Machado da Costa

**ANÁLISE DE FATORES CRÍTICOS NA TOMADA DE DECISÃO DE  
GESTORES DE *VENTURE CAPITAL* QUANTO A INVESTIMENTOS  
NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial  
para obtenção do título de Mestre em Ciências  
Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em  
Ciências Contábeis da Universidade do Vale do  
Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

**BANCA EXAMINADORA**

---

Profº. Dr. João Zani

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

---

Profª. Drª. Clea Beatriz Macagnan

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

---

Profª Drª. Kadígia Faccin

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Dedico essa dissertação ao meu pai, Luiz Cardoso da Costa (*in memoriam*).

“Hoje, é o primeiro dia dos próximos dias de nossas vidas!”

(Autor desconhecido)

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente o agradecimento a DEUS, que em razão sua inabarcável dimensão cósmica, não pode ser limitado, e que une os homens em uma só e única religião, a do conhecimento;

Agradeço a todos que, direta ou indiretamente, participaram e contribuíram para a realização desse trabalho;

A todos os familiares, em especial a meus 02 filhos, que foram privados de muitos momentos de companhia e lazer com o pai;

Aos amigos que, interessados, perguntavam a todo momento pela “dissertação”;

Aos colegas de trabalho que, da mesma forma, acompanharam todo esse processo;

Ao diretor presidente da empresa onde trabalho, que foi incentivador em todos os sentidos, do financeiro ao psicológico, minha gratidão;

Aos professores que são veículos de disseminação do conhecimento, e, em especial, ao meu orientador, a quem devo a sugestão de pesquisar sobre esse apaixonante tema;

Aos colegas da turma, que muito contribuíram para comigo nessa empreitada;

Um agradecimento especial todos os gestores de *venture capital* entrevistados, que têm suas agendas lotadas de compromissos, mas foram atenciosos e prestativos;

À ABVCAP, pela entrevista e pelo apoio institucional na indicação de entrevistados;

Aos colaboradores da B3, que gentilmente me receberam para a entrevista.

## RESUMO

O *venture capital* é um tipo específico de investimento, gerido por empresas gestoras independentes que intermediam recursos de investidores institucionais e empresas investidas. Com características de investimento de longo prazo, risco elevado e iliquidez, a decisão por investir requer dos gestores de fundos de *venture capital* profundas análises de diversos fatores que influenciam direta e indiretamente esses investimentos. Interagir com esses gestores constitui-se fundamental para compreender que fatores críticos são analisados para pautarem suas decisões por investir em empresas no mercado brasileiro. Para tanto, buscou-se identificar e descrever, por meio desse trabalho, fatores críticos na análise da tomada de decisão de gestores de fundos de *venture capital* ao analisarem investimentos no mercado brasileiro, bem como a realização de uma análise do ecossistema de *venture capital* no Brasil, identificando seus atores e a relação entre eles, contemplando uma breve análise do processo de investimentos. Buscou-se ainda, identificar e descrever, fatores incentivadores e inibidores de investimentos, que também influenciam nas decisões. Por meio de 22 entrevistas semiestruturadas realizadas com gestores de fundos de *venture capital* e mais 02 entrevistas com stakeholders, foram identificados 17 grandes fatores críticos que influenciam diretamente na tomada de decisão dos gestores, bem como 05 fatores incentivadores de investimentos e 05 fatores inibidores de investimento no mercado brasileiro de *venture capital*. Dos fatores críticos identificados que influenciam diretamente na tomada de decisão dos gestores, o perfil do empreendedor destaca-se como o mais relevante. Dos fatores incentivadores de investimentos, a disponibilidade de capital financeiro e a capacidade do capital humano destacam-se. Dos fatores inibidores de investimento, destacam-se questões regulatórias complexas e burocráticas e um mercado de capitais ainda restrito.

**Palavras-chave:** *Venture Capital*; Inovação; Capital Empreendedor; Fatores críticos, incentivadores e inibidores.

## ABSTRACT

Venture capital is a specific type of investment, managed by independent management companies that broker resources from institutional investors and investees. With long-term investment characteristics, high risk and illiquidity, the decision to invest requires venture capital fund managers to analyze in depth several factors that directly and indirectly influence these investments. Interacting with these managers is essential to understand what critical factors are analyzed to guide their decisions for investing in companies in the Brazilian market. Following this purpose, we sought to identify and describe, through this work, critical factors in the analysis of the decision making of venture capital fund managers when analyzing investments in the Brazilian context, as well as carrying out an analysis of the venture capital ecosystem in Brazil, identifying its actors and the relation between them, contemplating a brief analysis of the investment process. We also sought to identify and describe factors that encourage and inhibit investments, which also influence decisions. Through 22 semi-structured interviews carried out with venture capital fund managers and another 02 interviews with stakeholders who work with institutional investors in management functions, 17 major critical factors were identified that directly influence managers' decision making, as well as 05 investment incentive factors and 05 investment inhibiting factors in the Brazilian venture capital market. From the identified critical factors that directly influence the decision making of managers, the profile of the entrepreneur stands out as the most relevant. Among the factors that encourage investment, the availability of financial capital and the capacity of human capital stand out. Among investment inhibiting factors, complex and bureaucratic regulatory issues and a restricted capital market stand out.

**Keywords:** Venture Capital; Inovation; Entrepreneur Capital; Critical, incentive and inhibiting factors.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura do <i>venture capital</i> .....	25
Figura 2 - Estrutura do <i>venture capital</i> brasileiro.....	28
Figura 3 - Estágios do capital de risco no Brasil .....	32
Figura 4 - Gestores por estágio de investimento .....	34
Figura 5 - Quantidade de empresas investidas em 2018 por região do país.....	34
Figura 6 - Ciclo de investimento .....	36
Figura 7 - Propostas recebidas convertidas em investimentos .....	37
Figura 8 - Mapa do sistema brasileiro de inovação .....	43
Figura 9 - Mapa de localização dos gestores entrevistados e empresas investidas .....	55
Figura 10 - Ecossistema brasileiro de <i>Venture Capital</i> .....	60
Figura 11 - Desinvestimentos totais por forma de saída .....	68

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Classificação do <i>Venture Capital</i> no Brasil .....	33
Quadro 2 - Fatores analisados por gestores para a tomada de decisão por investir .....	39
Quadro 3 - Participação em Eventos .....	47
Quadro 4 - Principais temas dos eventos.....	48
Quadro 5 - Documentos Analisados.....	51
Quadro 6 - Relação dos entrevistados .....	54
Quadro 7 - As etapas do processo de investimento .....	70
Quadro 8 - Resumo dos fatores críticos à tomada de decisão dos gestores.....	91
Quadro 9 - Fatores incentivadores de investimento .....	98
Quadro 10 - Fatores inibidores de investimento.....	103

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Venture Capital</i>
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANPEI	Associação Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento das Empresas Inovadoras
B2B	<i>Business to Business</i>
B2C	<i>Business to Consumer</i>
B3	Bolsa de Valores
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRDE	Banco de Desenvolvimento do Extremo Sul
CAC	Custo de Aquisição do Cliente
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas
CRP	Companhia Riograndense de Participações
CT&I	Ciência, Tecnologia e Inovação
CVC	<i>Corporate Venture Capital</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EI	Entidade de Investimento
EUA	Estados Unidos da América
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FIP	Fundo de Investimento e Participações
FIPS	Fundos de Investimentos e Participações
FMIEE	Fundos Múltiplos de Investimentos em Empresas Emergentes
GVCEPE	Centro de Estudos em Private Equity e <i>Venture Capital</i>
IDMC	Instituto de Desenvolvimento do Mercado de Capitais
IMMC	Instituto Mineiro de Mercado de Capitais
INPI	Instituto Nacional de Propriedade Intelectual
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
KPMG	<i>Klynveld Peat Marwick Gesellschaft</i>
LP	<i>Limiteds Partiners</i>
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
N-EI	Entidade de Não Investimento
N/I	Não Informado
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PE	Private Equity
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
SBI	Sistema Brasileiro de Inovação
SBIC	<i>Small Business Investment Companies</i>
SNI	Sistema Nacional de Inovação
TED	<i>The Theory of Economic Development</i>
UNISINOS	Universidade do Vale do Rio dos Sinos
USAID	<i>United States Agency for International Development</i>
VC	<i>Venture Capital</i>

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	13
1.2 OBJETIVOS .....	19
1.3 JUSTIFICATIVAS .....	19
1.3.1 Justificativa Acadêmica.....	19
1.3.2 Justificativa Gerencial.....	20
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	20
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	21
2.1 <i>VENTURE CAPITAL</i> .....	21
2.1.1 A estrutura do <i>venture capital</i> no Brasil .....	27
2.1.2 Estágios e classificação de rodadas de investimento .....	31
2.1.3 O processo de avaliação das empresas para o investimento .....	35
2.1.4 Fatores incentivadores e inibidores da tomada de decisão.....	38
2.2 INOVAÇÃO .....	41
3 MÉTODO .....	46
3.1 COLETA DE DADOS.....	46
3.1.1 Observação .....	46
3.1.2 Análise Documental .....	50
3.1.3 Entrevistas em Profundidade.....	52
3.2 ANÁLISE DOS DADOS.....	56
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	57
4.1 O ECOSISTEMA DO <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL .....	57
4.2 PROCESSO DE INVESTIMENTO .....	69
4.3 FATORES CRÍTICOS À TOMADA DE DECISÃO DOS GESTORES .....	71
4.3.1 Análise do perfil do empreendedor .....	73
4.3.2 Análise do Modelo e Plano de Negócios .....	78
4.3.3 Análise do mercado.....	79
4.3.4 Análise da distribuição societária.....	84
4.3.5 Análise financeira do negócio.....	86
4.3.6 Análise da Governança Corporativa já estabelecida.....	89

4.3.7 Análise de risco regulatório.....	90
4.3.8 Análise de investimento em CAPEX ( <i>Capital expenditure</i> ).....	91
4.4 FATORES INCENTIVADORES DE INVESTIMENTOS .....	94
4.5 FATORES INIBIDORES DE INVESTIMENTOS.....	99
4.6 DISCUSSÃO GERAL.....	104
5 CONCLUSÃO.....	110
REFERÊNCIAS .....	114
APÊNDICE A - CARTA DE APRESENTAÇÃO DE PESQUISA ACADÊMICA .....	118
APÊNDICE B – ROTEIRO DE ENTREVISTAS .....	119
APÊNDICE C - CARTA DE RECOMENDAÇÃO.....	120

## 1 INTRODUÇÃO

Esta dissertação pretende apontar os fatores críticos analisados pelos gestores de fundos de *venture capital* (VC) na tomada a decisão a respeito de investimentos no mercado brasileiro. Por meio de um estudo qualitativo com gestores atuantes no Brasil, buscou-se identificar os fatores críticos que conduzem às decisões sobre investimentos, no intuito de compreender as limitações, as oportunidades e os desafios no financiamento da inovação no Brasil.

Espera-se, com isso, contribuir para o desenvolvimento do corpo de conhecimento dedicado à análise de fundos de investimentos, bem como contribuir com a literatura que se ocupa da inovação de pequenas e médias empresas brasileiras, somando-se, ainda, aos esforços acadêmicos que buscam identificar elementos-chave ao desenvolvimento da economia brasileira.

Este capítulo introdutório contempla a contextualização do tema, o problema de pesquisa, a definição dos objetivos, as justificativas do estudo e, por fim, a estrutura do trabalho.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

*Venture Capital*, também conhecido como capital de risco, é um tipo específico de investimento provido por companhias gestoras independentes que intermediam recursos para investir em ações de novas empresas com alto potencial de crescimento, mas que ainda não são listadas na bolsa de valores (GOMPERS; LERNER, 2001). Estes investimentos são gerenciados por empresas especializadas, que atuam como intermediários financeiros, ou seja, como elo entre investidores e as empresas emergentes (METRICK; YASUDA, 2010).

O *venture capital* tornou-se um significativo intermediário nos mercados financeiros, fornecendo capital a empresas que, de outra forma, talvez não encontrassem alternativas de financiamento (GOMPERS; LERNER, 2001). Desde seu surgimento, na década de 1950, a indústria de *venture capital* tem revelado crescimento exponencial (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2015; LERNER, 2009; METRICK; YASUDA, 2010; RIN; HELLMANN; PURI, 2011). Nos últimos 30 anos, o capital de risco tem sido uma importante fonte de financiamento, apoiando grandes empresas inovadoras como Amazon, Apple, Google, Intel, Microsoft e Starbucks, as quais causam grande impacto econômico não apenas na economia dos Estados Unidos, seu país de origem, mas de forma global (GOMPERS *et al.*, 2016).

Deste modo, o *venture capital* também assume papel de balizar o financiamento da inovação, especialmente de *startups*, empreendimentos de risco elevado e baixos índices de sobrevivência, os quais têm recorrido ao capital de risco como alternativa para desenvolvimento de suas operações (DAMODARAN, 2012). Esta modalidade de financiamento tem, então, sido associada à comercialização de diversas tecnologias, desde a biotecnologia até a atual onda de revolução tecnológica em serviços financeiros, robótica, realidade virtual e exploração espacial (NANDA; KROPF, 2018). Neste sentido, é plausível dizer que o *venture capital* atua como um determinante do nível de inovação de um país.

É sabido que, apesar de o capital de risco mostrar-se como uma alternativa bem-sucedida, trata-se de um fenômeno que se concentra em países e regiões que compartilham características específicas, haja vista o fomento à inovação e a estrutura tecnológica de localidades como Vale do Silício, Boston Region, San Diego e outros casos na Europa e na Ásia (KENNEY, 2011). Ainda que os resultados da indústria de *venture capital*, nesses países, desperte o interesse de outras nações em replicar o fenômeno, é preciso considerar as idiosincrasias de cada contexto, haja vista a influência dos cenários macroeconômicos, políticos, nacionais e internacionais sobre a alocação do capital de risco (RIN; HELLMANN; PURI, 2011).

Segundo Metrick e Yasuda (2010), os mercados de capital de risco pelo mundo caracterizam-se pela ausência de informações públicas em relação às empresas do portfólio de fundos dessa indústria. Os autores ainda apontam que a assimetria de informações é muito maior na indústria de capital privado do que em investimento em empresas de capital aberto, que precisam apresentar relatórios aos órgãos reguladores e que também são acompanhados frequentemente por analistas de mercados financeiros.

O Brasil conta com um ambiente econômico e político diferente dos países em que se originaram as práticas de investimento em capital de risco (BASSANI, 2015). Ainda segundo o autor, somente entre os anos de 1999 a 2005, a indústria de capital de risco iniciou um processo de amadurecimento no país, através da abertura de gestoras, com o desenvolvimento de fundos de maior envergadura. Em paralelo, explica Bassani (2015), houve, nesse período, movimentações no mercado de capitais local, o que favoreceu essa indústria com o surgimento de novas gestoras. Tem-se, então, abertas novas oportunidades de financiamento em inovação no mercado brasileiro.

É importante investir em inovação, visto que ela exerce efeito sobre o processo de desenvolvimento econômico, isso porque desencadeia uma série de transformações, difundindo-se

em novos processos e produtos, e afetando os hábitos e os costumes sociais institucionalizados na sociedade. As atividades inovativas, mesmo orientadas pela busca de lucro de quem as desenvolve e investe, abarcam também a percepção de oportunidades técnicas e econômicas até então inexploradas (TEIXEIRA; GAMMINO; MACEDO, 2017).

No Brasil, a inovação está ainda muito associada ao estímulo governamental. Inovar, como atividade de risco, se já é temerária para empreendedores, para os investidores configura uma alocação carregada de preconceitos e desconhecida, mas é um caminho sem volta, e é preciso desenvolvê-lo (ARAÚJO; CHUEVI, 2017). Os setores que mais se beneficiam diretamente de investimento em inovação estão ligados à inovação tecnológica, mas qualquer empresa de qualquer setor pode inovar introduzindo mudanças em seus métodos de trabalho, no uso de fatores de produção e nos tipos de *outputs* que melhoram sua produtividade e seu desempenho comercial (FINEP, 2019).

Segundo Araújo e Chuevi (2017), o interesse no investimento em tecnologia está diretamente ligado ao padrão de desenvolvimento dos países, e assentado na vontade política de cada um, sendo diferentes os padrões para países desenvolvidos e em desenvolvimento. Assim, se em cada economia o capital nacional é preponderante, os investimentos tendem a seguir um caminho de independência tecnológica em relação a outros países e a busca por inovação será uma constante. Ainda segundo as autoras, por outro lado, se o capital mais atuante é o estrangeiro, sua política seguirá fortes traços de passividade e dependência tecnológica junto aos países investidores.

O desenvolvimento do mercado de *venture capital*, que também ficou conhecido como capital empreendedor, pode ajudar o Brasil a conquistar mais independência econômica e tecnológica, investindo em inovação. Na prática, as visões de empreendedores e de investidores nem sempre podem estar em consonância, mesmo que ambos tenham os mesmos objetivos de desenvolvimento, crescimento e lucratividade. Acredita-se, ainda, que ambos se complementam, pois um dependerá do outro para avançar em seus objetivos, e é exatamente nesse ponto onde os gestores de *venture capital* desempenham papel fundamental, atuando como intermediários. Em síntese, o papel desse profissional é conectar empreendedores com boas ideias, mas sem recursos, a investidores munidos de recursos, mas carentes de ideias (GOMPERS; GORNALL; KAPLAN; STREBULAEV, 2016).

Segundo estudos realizados pela ABVCAP (2017), os primeiros gestores de *venture capital* no Brasil surgiram na década de 1980, com a fundação da Companhia Riograndense de Participações (CRP), sendo a primeira empresa brasileira de participações em empresas. Devido à conjuntura econômica da época, era preciso modernizar a produção, mas os bancos tradicionais não tinham condições ou disposição de oferecer o tipo de crédito demandado, por isso o surgimento do conceito de empresas de participações começou a ser discutido.

Em 1981, foi realizado, no 1º Seminário Internacional de *Venture Capital*, a apresentação de um estudo que contabilizava seis companhias privadas de participações no Brasil, incluindo companhias com participações majoritárias em *startups*, termo em inglês ainda distante de uso no vocabulário brasileiro. Surgiria, apenas em 1994, a Instrução nº 209 da Comissão de Valores Mobiliários, CVM, que criava as primeiras regras para o capital empreendedor no país, abrangendo a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Múltiplos de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE (ABVCAP, 2017).

Os primeiros fundos estruturados e captados surgiram em 1996, quais sejam: o Fundo de Empresas de Minas Gerais e o Fundo Mútuo de Empresas Emergentes de Santa Catarina. Embora não fossem fundos temáticos de um único setor, as tendências da época determinavam uma maioria de empresas de tecnologia da informação, em particular no campo de desenvolvimento de softwares e, em 1997, começou-se a estruturar programas de investimentos em fundos regionais de base tecnológica (ABVCAP, 2017).

Dos primeiros fundos de 1996 até o tempo atual, essa indústria vem evoluindo em vários aspectos, atingindo o formato de ecossistema que se tem hoje, o qual contempla de investidores anjo até grandes fundos de *Private Equity*, sendo o maior benefício proporcionar aos empreendedores acesso ampliado e facilitado ao capital, contribuindo para a geração de emprego e renda e, assim, visando alavancar a economia brasileira. Com direcionamento tecnológico e de inovação, o *venture capital* investe em diversos setores, a saber: agronegócios, alimentos e bebidas, educação, energia, infraestrutura, saúde, serviços financeiros, entre outros (ABVCAP, 2017).

Um mapeamento do perfil dos principais gestores de *venture capital* no Brasil, realizado no segundo semestre de 2019, pela Distrito Dataminer (2019), uma mineradora de dados do ecossistema de capital de risco, revelou o crescimento do número de acordos de investimentos realizados na indústria de *venture capital* no Brasil entre os anos de 2010 e 2018, sendo realizados

em 2010 o fechamento de 37 acordos de investimento, chegando em 2017/2018 numa média de 259 acordos.

Esses dados evidenciam o crescimento dessa indústria no Brasil na última década, embora existam ainda lacunas a serem preenchidas, como a adequação da legislação que trata dessa indústria, bem como ajustes de questões tributárias (ABVACP, 2019). Uma pesquisa de Gompers e Lerner (1998) sobre as motivações que têm influência sobre a captação de investimentos pela indústria de *venture capital* conclui que uma diminuição da tributação sobre os ganhos de capital aumenta a captação de investimentos, pois mais empreendedores se sentem motivados a empreender e esse aumento de empreendedores pode estimular os investidores a dispenderem recursos para a indústria de fundos de *venture capital*.

De acordo com Ramalho *et al.* (2011), a indústria de *venture capital* é formada por quatro participantes, quais sejam: (i) as organizações gestoras de *venture capital*, que se ocupam da administração dos recursos e do processo de *venture capital*; (ii) os veículos de investimentos, ou seja, os fundos; (iii) os investidores, que podem ser empresas, pessoas físicas, grupos financeiros, etc.; e (iv) as empresas que recebem o capital. Dentro desta configuração, estão os gestores de fundos de *venture capital*, profissionais que atuam como intermediários financeiros entre os investidores e empresas de um portfólio, com principal objetivo de maximizar seu retorno financeiro com a saída do investimento (METRICK; YASUDA, 2010).

Também chamados de capitalistas de risco, esses profissionais gerenciam os investimentos de fundos de investidores institucionais ou indivíduos em firmas promissoras com grande potencial de lucratividade (RIN; HELLMANN; PURI, 2011). Cabe aos gestores de fundos de capital de risco identificar possíveis negócios, selecionar e avaliar os investimentos, estruturar os investimentos e gerenciar o investimento após o contrato, administrando o relacionamento com as empresas que receberam o investimento e seus investidores (GOMPERS; GORNALL; KAPLAN; STREBULAEV, 2016).

O trabalho de Rin, Hellmann e Puri (2011) indicou que, ainda que a indústria de *venture capital* seja robusta e desperte interesse global, trata-se de uma indústria recente e que deve passar por transformações estruturais significativas nos próximos anos, haja vista a elevada dinamicidade deste segmento, que devem ser acompanhadas e analisadas, especialmente no que tange à construção de conhecimento científico na temática. Estes autores apontam, como um caminho para pesquisa, explorar a atividade de firmas que administram fundos de capital de risco, como elas

trabalham, sua tomada de decisão, como se relacionam com empresas promissoras, investidores e outros gestores de fundos.

Recentemente, Gompers *et al.* (2016) revelaram que a tomada de decisão dos capitalistas de risco é resultado da combinação da identificação, seleção, avaliação do investimento e sua estrutura, abarcando, ainda, as possibilidades pós-investimento, as questões internas da firma gestora e os fatores externos à firma. Os autores afirmam, ainda, que aspectos relacionados à gestão de equipes podem se sobressair a características do produto ou da própria tecnologia.

Esta discussão gerou os seguintes questionamentos: quais são os fatores considerados críticos no processo de avaliação que levam à tomada de decisão destes gestores? E, mais ainda, considerando as particularidades do Brasil, cujo contexto cultural, econômico e político difere dos países onde a indústria de *venture capital* é estruturada, como é formado o ecossistema de *venture capital* brasileiro e como se dá o processo de investimentos para a tomada de decisão desses gestores? Para além do exposto, quais são as características do mercado brasileiro que incentivam ou inibem os investimentos?

Dito isso, buscou-se identificar, na literatura nacional, trabalhos que versassem sobre a atuação dos gestores de fundos de *venture capital* no Brasil, especialmente em relação à compreensão de fatores críticos na tomada de decisão desse profissional. Existem pesquisas sobre *venture capital*, porém pouco ainda se sabe a respeito dos fatores críticos que levam os gestores de *venture capital* a decidirem investir em uma empresa no mercado brasileiro, considerando as características da economia brasileira e o risco inerente ao país. Há, assim, uma lacuna de pesquisa no que tange à identificação de fatores críticos que influenciam a forma como a decisão sobre o investimento do capital de risco é formada pelo gestor de fundos no Brasil, conformando o principal mote desta dissertação de mestrado.

Diante do exposto, propõe-se a seguinte pergunta de pesquisa: **que fatores críticos influenciam a tomada de decisão dos gestores de *venture capital* ao analisarem investimentos no mercado brasileiro?**

A partir deste questionamento, foram elaborados os objetivos de pesquisa, os quais são apresentados a seguir.

## 1.2 OBJETIVOS

O objetivo precípua deste estudo é **compreender os fatores críticos que influenciam a tomada de decisão de gestores de *venture capital* ao analisarem investimentos no mercado brasileiro**. Para a consecução do mesmo, foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- i. Analisar o ecossistema de *venture capital* no Brasil, identificando os atores envolvidos e a relação entre eles;
- ii. Analisar o processo de investimentos no mercado brasileiro;
- iii. Identificar fatores incentivadores de investimentos;
- iv. Identificar fatores inibidores de investimentos.

## 1.3 JUSTIFICATIVAS

### 1.3.1 Justificativa Acadêmica

Essa pesquisa pretende avançar sobre a identificação de fatores críticos avaliados pelos gestores de fundos de investimento de *venture capital*, que os levam a tomarem a decisão por investir no mercado brasileiro. Assim, o estudo contribui com a identificação de fatores incentivadores aos investimentos existentes no mercado, bem como a identificação de fatores inibidores desses investimentos, dado as características socioculturais, econômicas e mercadológicas do Brasil.

A pesquisa faz avançar o conhecimento sobre a configuração do ecossistema brasileiro de *venture capital*, partindo de uma estrutura tradicional, de mercados desenvolvidos, demonstrando as etapas do processo de investimento, e quem são os atores que operam no cenário nacional, bem como as relações entre eles, avançando na identificação de idiosincrasias deste modelo, além de contribuir para o conhecimento sobre inovação e, ainda, desenvolvimento socioeconômico do país.

O avanço da pesquisa sobre a caracterização da configuração do ecossistema brasileiro de *venture capital* e do comportamento dos atores envolvidos nesse ecossistema, através da observação do campo prático, busca desvelar como a decisão sobre o investimento é formada pelo gestor desses fundos, aportando conhecimentos científicos relativos ao comportamento dessa categoria profissional, além de demonstrar como estes profissionais têm contribuído para o desenvolvimento dessa indústria no Brasil.

### 1.3.2 Justificativa Gerencial

Na cadeia classificada como intermediação financeira, que vai desde investidores anjos, dito como investidores familiares, amigos próximos, que investem em ideias criativas embrionárias, até o *private equity*, que investe em empresas de grande porte já consolidadas nacional e até internacionalmente, escolheu-se focar o estudo no segmento intermediário de *venture capital*, por ser o mecanismo utilizado para financiar o investimento em inovação, nas empresas em fases mais iniciais, as *startups*, garantindo de alguma forma a sobrevivência, a expansão e até a mudança de propriedade para a busca de novos desafios.

Além de interessar a pesquisa acadêmica, esse estudo pode auxiliar empreendedores em busca por acessar recursos para financiar suas ideias; investidores interessados em saber como pensam e o que tem interessado a análise dos gestores; aos próprios gestores de *venture capital*, que poderão ter acesso a como pensam e agem seus parceiros sobre os fatores críticos de análise no processo de investimento; e, ainda, a outros atores participantes do ecossistema, contribuindo com a disseminação de tema tão importante para o financiamento, a inovação e o crescimento da economia do Brasil.

### 1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Após este capítulo introdutório, o presente trabalho segue com o referencial teórico sobre fundos de *venture capital* e inovação, uma seção dedicada aos procedimentos metodológicos e a apresentação e discussão dos resultados. Conclusão, referências e anexos encerram o documento.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico da presente dissertação de mestrado está estruturado em dois blocos. O primeiro deles traz uma síntese da literatura sobre *venture capital*, abarcando a formação desta modalidade de financiamento, bem como a estrutura de *venture capital*, os atores sociais envolvidos e, por fim, a atuação dos gestores de *venture capital*, principal mote desta pesquisa. O segundo bloco, por sua vez, apresenta conteúdo sobre inovação, por configurar o cenário em que os gestores de fundos de *venture capital* desenvolvem suas atividades no Brasil.

### 2.1 VENTURE CAPITAL

Historicamente, para se desenvolver, as empresas precisam financiar seus projetos, contexto no qual surgem duas alternativas: mercado de capitais e empréstimos bancários (DEMARIA; SASSO, 2015). O mercado de capitais atende a uma parcela de empresas mais maduras, num estágio mais avançado, o que no Brasil ainda é uma solução limitada, enquanto empréstimos bancários apresentam, na maioria das vezes, condições rígidas e onerosas, exigindo uma série de garantias (DEMARIA; SASSO, 2015).

Surge, nesse contexto, o *Venture Capital*, ou VC, em definição literal, um tipo de investimento em empresas não listadas em mercados públicos de valores e, em face de sua natureza caracterizada por iliquidez, com retornos de longo prazo e forte assimetria informacional, apresentando riscos e retornos mais elevados quando comparados a investimentos tradicionais, o que os categoriza como ativos alternativos (GOMPERS *et al.*, 2016).

Ao longo da história, as necessidades humanas foram se modificando e os empreendimentos evoluíram consideravelmente com as revoluções agrícola e industrial. O *venture capital* sofreu diversas mudanças acompanhando essas transformações (LERNER, 2009). Na fase inicial de *venture capital*, o empresário e o gestor de investimentos foram surgindo lentamente como figuras distintas. A partir da década de 1950, nos Estados Unidos, deu-se início à diferenciação entre o fornecedor de capital, o investidor e o gestor de investimentos, onde o fornecedor de capital passou a investidor, intermediado pelas empresas gestoras (DEMARIA; SASSO, 2015).

As empresas gestoras de *venture capital* construíram um modelo de investimento que agrega capital e aconselhamento, revelando-se como um potencial de solução para o financiamento de empreendimentos em seus estágios iniciais (GOMPERS; LERNER, 2001). Para apoiar os pequenos empreendedores e com objetivo de ir além do simples apoio público, foi criada, nos

Estados Unidos, em 1958, a *Small Business Investment Companies (SBIC)*, considerada a data oficial do nascimento da indústria moderna do capital de risco (LERNER, 2009).

Trata-se de um modelo de captação, gestão e aplicação de recursos financeiros, diferente das alternativas de financiamento tradicionais, como que em fundos abertos, padronizados e em mercados organizados (LERNER, 2009). Neste sentido, o *venture capital* é uma fonte de financiamento para empresas inovadoras em todo o mundo, sendo associado à comercialização de diversas tecnologias disruptivas, de semicondutores até a atual onda da revolução tecnológica em serviços financeiros, robótica, realidade virtual e até a exploração espacial (NANDA; KROPF, 2018).

Segundo Gompers e Lerner (2001), as operações de investimento podem ser divididas em pelo menos seis estratégias aplicadas pelas empresas gestoras de *venture capital*, quais sejam: (i) o processo de seleção e a realização de auditoria anterior à realização dos aportes de investimento; (ii) o financiamento estruturado a partir de estágios definidos na negociação; (iii) investimentos conjuntos com outros fundos, conhecidos como *syndication investment*; (iv) a definição da estrutura para a remuneração; (v) a estipulação de preferências e instrumentos de retaguarda; e (vi) a participação nos órgãos de tomada de decisão das empresas investidas.

O *venture capital* é utilizado para fazer investimentos em empresa em estágio inicial de crescimento (HELLMANN; PURI; RIN, 2011). Como atividade de intermediação financeira, o *venture capital* configura um dos segmentos do mercado financeiro em que gestores de carteiras de investimentos, através de administradores desses fundos, que são formados por uma comunhão de ativos, captam recursos de investidores para aplicar em ações ou títulos conversíveis de empresas (METRICK; YASUDA, 2010).

De acordo com Demaria e Sasso (2015), o *venture capital* caracteriza-se como um investimento alternativo, apresentando expectativas de melhores oportunidades de retorno, com maior risco, diversificação e níveis de iliquidez. Fazendo parte do seguimento de investimento alternativo, um investimento de *venture capital* é um investimento negociado com capital próprio, com prazo máximo determinado, tendo os riscos específicos e gerando retornos esperados em nome de investidores qualificados que buscam apoiar empreendedores. Metrick e Yasuda (2010), numa revisão da teoria de evidências sobre capital de risco, trazem que as principais características dessa classe de investimentos são a iliquidez do capital investido e a assimetria de informações entre investidas e investidores nesse ecossistema.

Na perspectiva de Chernenko, Lerner e Zeng (2017), tal cenário é representativo de mudanças no financiamento de empresas empreendedoras. Para os autores, considerando que essas empresas eram financiadas principalmente por um pequeno grupo de capital de risco, que monitorava e controlava rigorosamente as empresas em seus portfólios, nos últimos anos, as fontes de financiamento se expandiram consideravelmente. Essas mudanças nas fontes de financiamentos provocaram mudanças importantes a serem estudadas e avaliadas como alternativas aos interessados ao acesso a essas fontes de recursos, destacam os autores citados.

Conforme Metrick e Yasuda (2010), os fundos de capital de risco compartilham as seguintes características: (i) são intermediários financeiros, o que significa que levam o capital dos investidores e os investem diretamente nas empresas do portfólio; (ii) investem apenas em empresas privadas, mostrando que, quando os investimentos são feitos, as empresas não podem ser imediatamente negociadas em uma bolsa pública; (iii) têm um papel ativo no monitoramento das empresas do portfólio; e (iv) o principal objetivo de um fundo de capital de risco é maximizar seu retorno financeiro com a saída de investimentos por meio de uma venda ou oferta pública inicial (IPO).

Vários documentos teóricos oferecem justificativa econômica para a existência de fundos de capital de risco. Neste sentido, Metrick e Yasuda (2010) avaliam o papel positivo da intermediação financeira na alocação de capital de risco em mercados com assimetria informacional, desvelando que, em um ambiente com informações imperfeitas, investidores desinformados e empresários informados não conseguem superar os problemas de investimentos equivocados e, como resultado, os investidores obtêm retornos mais baixos investindo em projetos alternativos. Para estes autores, os capitalistas de risco surgem como intermediários financeiros atuando como agentes de rastreamento mais bem informados e que melhoram a alocação de recursos e o bem-estar dos investidores.

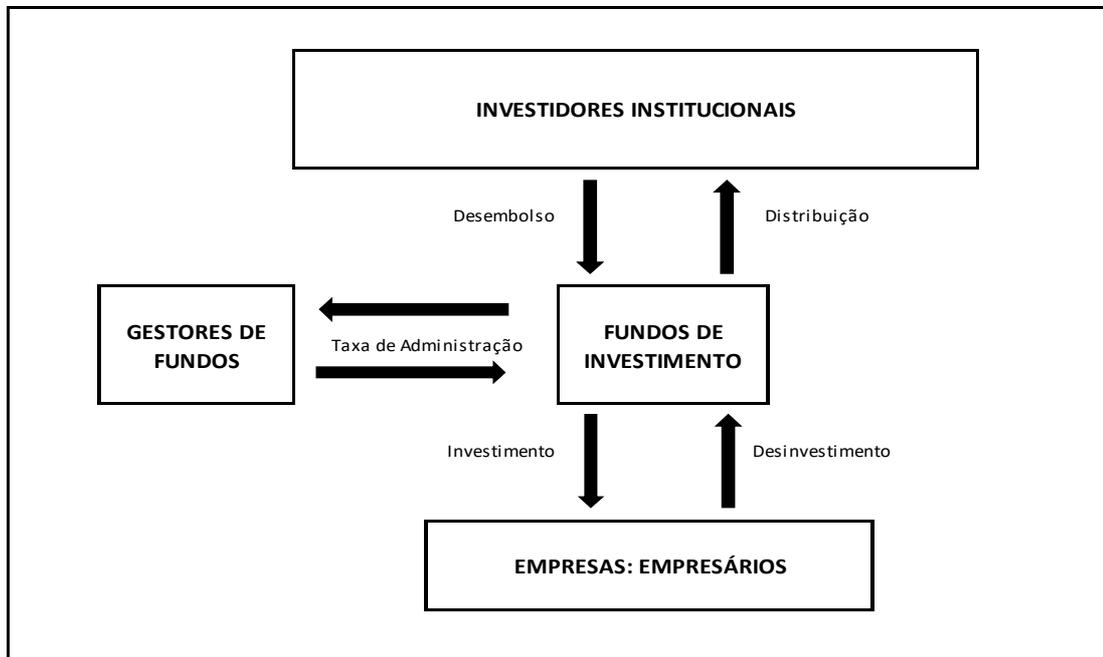
Para realizarem investimentos em empresas interessadas, os gestores de capital de risco obtêm dinheiro de investidores institucionais, ou indivíduos ricos, por meio de fundo de investimentos (HELLMANN; PURI; RIN, 2011a). O contrato que estabelece as regras dos fundos é tradicionalmente uma parceria, em que as empresas do capital de risco exercem uma forma de gestão e, portanto, assumem responsabilidade ilimitada, enquanto os investidores mantêm responsabilidade limitada, não interferindo nas operações do fundo. A partir dessa estrutura, originam-se os termos conhecidos internacionalmente como *Limited Partners*, para investidores

institucionais e indivíduos ricos, e do *General Partner*, para a empresa de capital de risco (HELLMANN; PURI; RIN, 2011b).

A literatura indica que o ciclo de vida de um fundo é em média de dez anos, tempo em que as empresas de capital de risco fazem a seleção de empresas do portfólio; podem monitorar, orientar e fornecer serviços que agreguem valor; e, por fim, sair das empresas, distribuindo o retorno aos seus investidores (HELLMANN; PURI; RIN, 2011c). Geralmente, as empresas gestoras de capital de risco recebem sua remuneração na forma de taxa de administração e de pagamentos baseados em desempenho, apontam os autores.

As principais características e peculiaridades do *venture capital* são: (i) investimento temporário, relativo à estimativa de um prazo para a empresa crescer; (ii) foco em pequenas e novas empresas inovadoras; (iii) assumem certo grau de incertezas e riscos; (iv) exigência de alto retorno do investimento no momento da saída; (v) suporte na gestão que acompanha o aporte de capital; (vi) os investidores são normalmente instituições de fomento financeiro, fundos de pensão ou outras entidades buscando diversificar portfólios, conhecidos como *limited partners*, mas também podem ser indivíduos ou grandes e companhias conhecidas como *corporate venture*; (vii) o gestor do *venture capital* é o *general partner*, com grande experiência no mercado, os quais recebem uma taxa fixa para administrar o fundo e um percentual dos ganhos da operação (GOMPERS; LERNER, 2001; SORENSON, 2009; MEIRELLES, 2008, LEBHERZ, 2010).

A indústria de *venture capital* é formada basicamente por quatro participantes principais: (i) investidores institucionais; (ii) fundos de investimentos; (iii) empresas gestoras dos recursos; e (iv) as empresas investidas (HELLMANN; PURI, RIN 2011). Há, entre os autores supramencionados, um consenso de que cabe aos gestores de *venture capital* identificar oportunidades, avaliar o negócio e depois fazer o monitoramento e aconselhamento, além de estruturar e preparar a saída/desinvestimento. A Figura 1 ilustra a estrutura típica do capital de risco.

Figura 1 - Estrutura do *venture capital*

Fonte: adaptado de Hellmann, Puri e Rin (2011).

A Figura 1 permite identificar a estrutura básica de parte importante do ecossistema do *venture capital*. Um conjunto de aspectos importantes é tratado na interação entre as empresas gestoras de capital de risco, investidores e empresas investidas (HELLMANN; PURI; RIN, 2011). Os investidores institucionais, *limited partners*, investem, desembolsam recursos nos fundos de investimento e contratam empresas gestoras, *general partner*, para administrar esses recursos e selecionar empresas para a realização de investimentos. Após o prazo estabelecido para o investimento, com a saída, também chamada de desinvestimento, espera-se que a empresa investida possa retornar os recursos ao fundo, com alta rentabilidade que, por sua vez, distribuem esses recursos aos investidores institucionais.

O sucesso das empresas apoiadas por capital de risco é consistente com os gestores de fundos tomando ações que são eficazes em gerar valor (GOMPERS *et al.*, 2016). Para compreender esse resultado, explicam os autores, é necessário possuir informações detalhadas como as práticas dos gestores em negociações de investimentos; avaliação e seleção de investimentos; estruturação de investimentos; gerenciamento de transações pós-investimento; organização de suas empresas de capital de risco e gerenciamento de seus relacionamentos com os investidores.

Sabe-se que o *venture capital* financia negócios em qualquer ramo de atividades ligadas à inovação, com destaque às áreas de tecnologia, normalmente empresas que possuem ativos tangíveis irrelevantes e que operam em mercados com mudanças contínuas. O *venture capital* financia estes projetos de alto risco e de alto potencial de retorno, adquirindo participações societárias ou direitos societários sob ativos, enquanto essas empresas ainda possuem seu capital fechado (GOMPERS; LERNER, 2001).

O processo de negociação de investimentos das empresas de *venture capital* ocorre em etapas distintas que se relacionam entre si. Tyebjee e Bruno (1984) destacam cinco etapas desse processo, sendo: (i) a originação de oportunidades, referente aos processos pelos quais as oportunidades de investimento entram em análise; (ii) o mapeamento das oportunidades de investimento, a respeito da análise das variáveis que indicam quais oportunidades avançarão para uma análise mais profunda por demonstrarem viabilidade; (iii) a avaliação das oportunidades; (iv) a estruturação do negócio, que limita os riscos do investidor e define o valor da empresa na negociação; e (v) o pós-investimento, envolvendo acompanhamento, planejamento estratégico, recrutamento de executivos, assistência para as diversas áreas da empresa e suporte na aquisição, fusão ou abertura de capital.

Todo esse processo de negociação é parte fundamental do papel dos gestores de *venture capital*, que realizam essa série de funções junto às empresas investidas (LERNER, 2009). Não obstante, a primeira das funções consiste na relação com investidores, que devem manter, como instituições privadas, fundos de pensão ou indivíduos ricos, o fornecimento de capital (GOMPERS; LERNER, 2001).

No Brasil, assim como no exterior, os fundos privados de capital possuem diversas classificações e são fontes de financiamento de investimentos em empreendimentos de risco elevado e que buscam altas perspectivas de retorno (SOUZA, 2008).

De acordo com o autor,

*Venture Capital e Private Equity*, consiste em investimento na forma de aquisição de ações, debêntures ou ativos patrimoniais de participação acionária relevante, por investidores individuais ou institucionais, para empresas emergentes de pequeno, médio e grande porte, que possuem um produto, processo ou serviço inovador, de grande potencial de crescimento e rentabilidade, com nível de risco aceitável, com prazo de duração de cinco a dez anos, no qual os investidores esperam obter seus lucros na forma de ganho de capital investido (SOUZA, 2008, p. 28).

De acordo com o 2º Censo Brasileiro sobre a Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* realizado em 2011, e publicado no Guia de Private Equity (2015), editado pelo Instituto de Desenvolvimento do Mercado de Capitais (IDMC), o capital empreendedor pode ser classificado em: (i) estágio inicial ou capital semente, destinado a empresas em fase pré-operacional, sendo o investimento usado para o desenvolvimento de ideias, projetos ou, ainda, testes iniciais; (ii) estágio de desenvolvimento, relativo ao *venture capital*, ou capital de risco, destinado a empresas com produtos ou serviços já testados comercialmente, com potencial de expansão e alta lucratividade; e (iii) estágio de expansão, onde entra o *private equity*, fundo destinado a empresas já consolidadas, para as quais o aporte significa expansão, capital de giro ou expansão de marca.

A estrutura de *venture capital* possui seus atores e atribuições definidas dentro dos ecossistemas onde se desenvolve. Compreender como essa estrutura funciona no Brasil é parte importante para compreender como os fatores críticos interferem nas decisões dos gestores de *venture capital*, motivo pelo qual se discute, no tópico a seguir, a estrutura do *venture capital* no Brasil.

### **2.1.1 A estrutura do *venture capital* no Brasil**

A literatura sinaliza que os fatores determinantes da estrutura organizacional, os incentivos e complementariedade do sucesso do capital de risco em outras nações questionam a adaptabilidade do modelo americano de capital alternativo à realidade econômica de outros países (GOMPERS; LERNER, 2000). Neste sentido, considerar as especificidades de cada contexto parece imprescindível à compreensão da estrutura de *venture capital* em uma determinada localidade.

Desta forma, a indústria brasileira de *venture capital* pode ser tida como uma estruturação público-privada, que está em fase de construção. Ela é pública devido à atuação de órgãos governamentais como a Financiadora de Estudos e Projetos, FINEP e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, BNDES, que executam programas de incentivo atuando como investidores diretos ou na contribuição para a capitalização de fundos em parceria com entes privados; e privada por conta da atuação de gestores e empresas na captação de recursos financeiros, formando veículos de investimento, monitorando e avaliando as empresas investidas (ABVCAP, 2019).

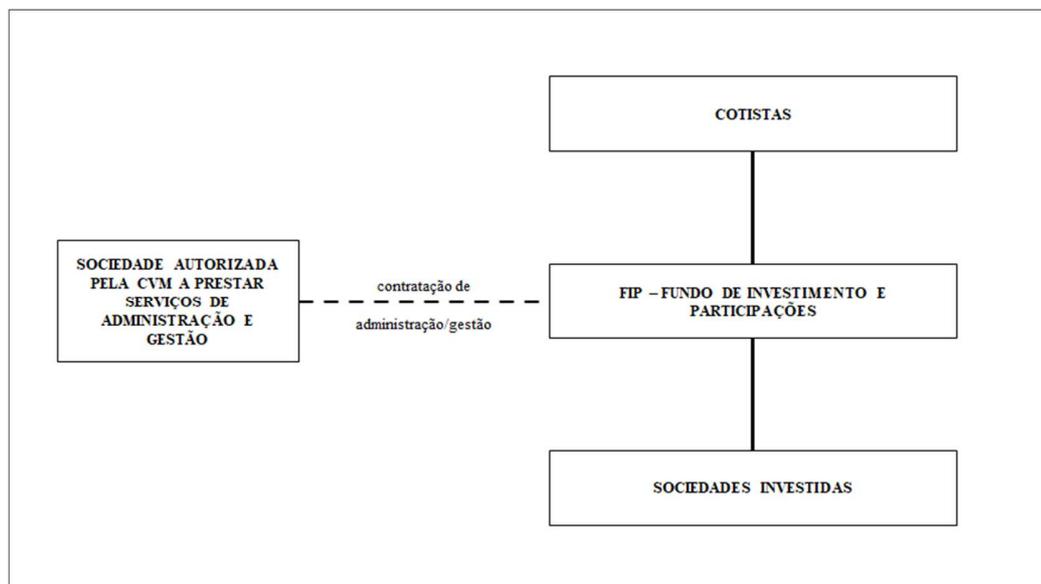
No Brasil, o mercado de fundos possui regulamentação através da Lei nº 6.385/76, que trata do Mercado de Capitais. As instruções da Comissão de Valores Mobiliários, CVM nº 578/16, que

dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações, FIPs; a Instrução CVM nº 579/16, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis; e, ainda, a Instrução CVM nº 555/14, que trata da aplicação subsidiária a todos os tipos de fundos, fora os transacionados no varejo, regulam as atividades da indústria de *venture capital* no país. Ademais, estes fundos possuem autorregulação através da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, ABVCAP, e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, a ANBIMA, através do Código de Regulação e Melhores Práticas para os FIPs, de 2012.

De acordo com a Instrução CVM nº 555/14, art. 3º, o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros. Além disso, a instrução estabelece que os fundos não possuem personalidade jurídica, apesar de ser sujeito de direitos e obrigações. Essa instrução CVM evidencia que não há uma estrutura societária por trás dessa comunhão de ativos, os quais são detidos por intermédio da estrutura de um FIP.

A Figura 2 apresenta a estrutura típica do *venture capital* no Brasil.

Figura 2 - Estrutura do *venture capital* brasileiro



Fonte: adaptado de ABVCAP (2019).

Em síntese, os investidores de um fundo de investimento no Brasil são titulares de quotas, conforme demonstrado na Figura 2, que representam o seu co-investimento em ativos pertencentes ao fundo de investimento, diferentemente do modelo americano, onde cada fundo é uma pessoa jurídica (ABVCAP, 2019).

Seguindo a regulamentação citada anteriormente, a titularidade das quotas do fundo não concede aos investidores propriedade direta sobre os ativos do fundo, de modo que os investidores geralmente possuem direito sobre a carteira de investimento do fundo como um todo, proporcionalmente ao número de quotas detidas por cada investidor. Os administradores e gestores dos fundos de investimento são pessoas jurídicas que atendem às exigências de instruções normativas editadas. Compete ao gestor do fundo a prestação dos serviços relacionados à negociação e contratação, em nome do fundo: (i) dos ativos e dos intermediários para realizar operações do fundo; (ii) de terceiros para a prestação de serviços de assessoria e consultoria relacionados com o investimento ou o desinvestimento dos ativos do portfólio de investimentos do fundo; e (iii) monitorar os ativos investidos pelo fundo exercer o direito de voto decorrentes desses ativos (CVM, 2019).

A ABVCAP (2019) destaca que, de acordo com exigências legais dos órgãos reguladores, além dos gestores, existem, na estrutura de *venture capital* no Brasil, alguns outros atores, prestadores de serviços, com obrigações especificam perante os FIPs, sendo eles:

- i. O **administrador** do fundo, a quem compete a prestação dos serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo;
- ii. O **consultor de investimentos**, a quem compete, dentre outras atribuições, identificar oportunidades para investimentos ou desinvestimentos dos ativos do fundo, estudos mercadológicos e estudos de viabilidade para investimentos e desinvestimentos pelo fundo;
- iii. O **escriturador**, do fundo a quem compete à escrituração das cotas de emissão do fundo, incluindo o controle do registro e transferência de tais cotas entre os cotistas dos fundos;
- iv. O **custodiante**, a quem compete à custódia dos ativos líquidos necessários para fazer frente as despesas do fundo, bem como aos ativos líquidos do fundo onde os recursos capitados pela emissão de cotas do fundo são investidos enquanto não há o investimento pelo fundo em suas sociedades-alvo;

- v. O **auditor**, a quem compete à auditoria das demonstrações contábeis do fundo;
- vi. O **distribuidor**, a quem compete as cotas dos fundos; e
- vii. O **assessor legal**, a quem compete auxiliar na estruturação do fundo (*fund formation*) e em seus investimentos e desinvestimentos. Quando há “*limited partners*” estrangeiros, a estruturação do FIP é feita em conjunto por assessores legais brasileiros e estrangeiros.

Os cotistas dos FIPs devem ser investidores profissionais. Conforme classificação do artigo 9ºA, da instrução CVM nº 554/14, são investidores profissionais instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização; pessoas físicas ou jurídicas com investimentos superiores a R\$ 10 milhões; entidades de previdência complementar e regimes próprios de previdência social; fundos de investimento; clubes de investimento; administradora de carteira; e investidores não residentes no país (CVM, 2019).

Por intermédio do regulamento do fundo é que se determina a remuneração do seu administrador, bem como se haverá ou não o pagamento da taxa de performance. As taxas de administração e de performance normalmente são pagas ao administrador do fundo com base em um percentual do patrimônio líquido do fundo, ou da valorização das quotas, conforme o caso. Do montante recebido pelo administrador, parte será deduzida para o pagamento da taxa paga ao gestor da carteira de investimentos, bem como da remuneração dos demais prestadores de serviços, salvo determinação em contrário nos termos do regulamento do fundo (ABVCAP, 2019).

Gompers e Lerner (2006) destacam que a estrutura de remuneração de gestores de *venture capital* pode acontecer de duas formas: (i) por pagamento fixo anual, remunerando as suas atividades de gestão de recursos; e (ii) por percentual de participação nos resultados auferidos pós os investimentos realizados, remunerando os seus esforços de maximização do retorno sobre o investimento realizado pelos investidores institucionais.

A estrutura de *venture capital* no Brasil tem vários atores de acordo com as exigências legais, contudo os estágios de investimento, sua classificação e as regras que determinam as rodadas, não havendo uma padronização legal, mas uma métrica usual ditada pelo próprio mercado, a qual será discutida a seguir.

### 2.1.2 Estágios e classificação de rodadas de investimento

No *venture capital*, os investimentos ocorrem por meio de estágios, que são o momento de crescimento em que as empresas investidas estão e que podem ser financiadas por diferentes perfis de investidores como: anjos, semente, *venture capital*, etc. (CHERNENKO; LERNER; ZENG, 2017). Nas etapas de financiamento, são realizados os aportes de recursos que são condicionados ao cumprimento de objetivos pré-estabelecidos na fase de negociação (GERKEN; WHITTAKER, 2014).

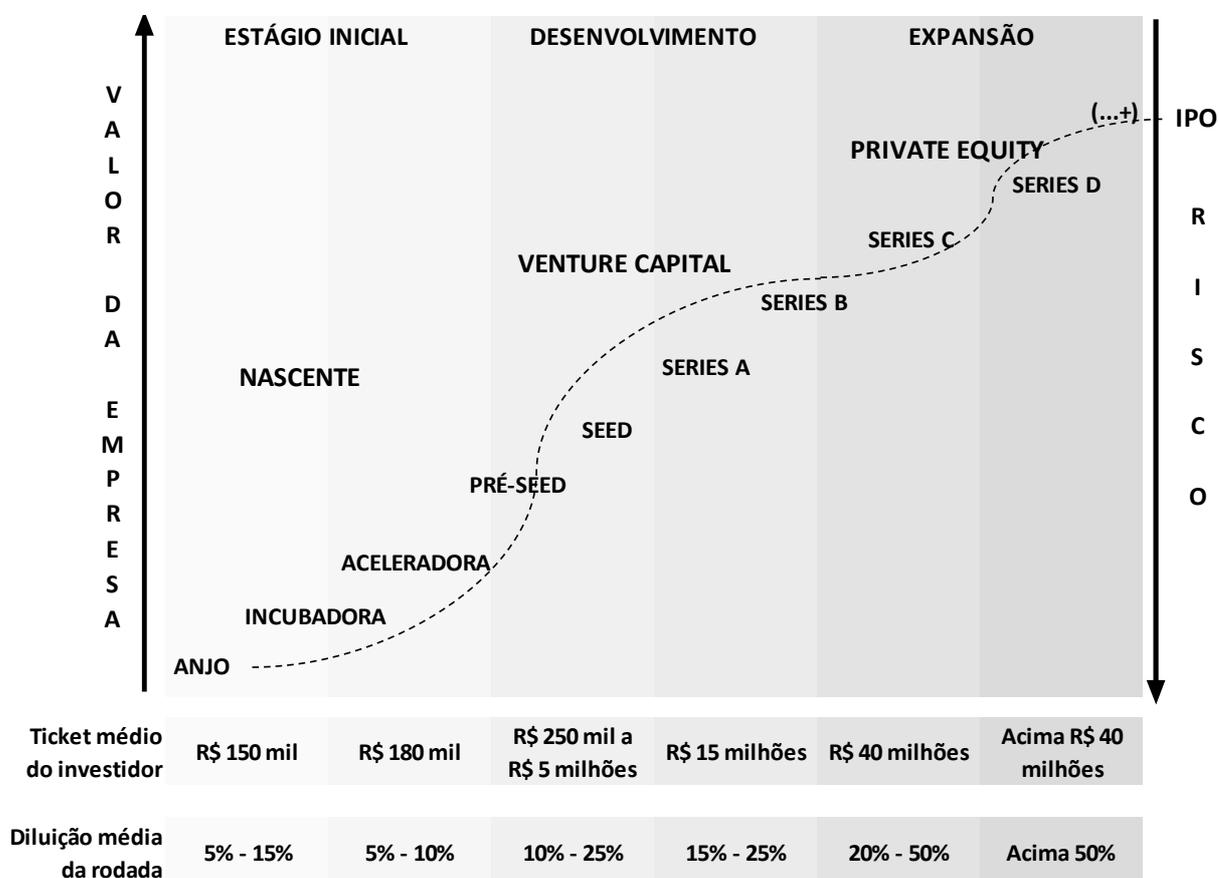
O financiamento por rodadas não será necessariamente disponibilizado a empresas integralmente, o que oferece para o investidor a oportunidade de diluir os riscos de perdas de seus investimentos, ao passo que essa divisão nos pagamentos proporciona que o investidor monitore o cumprimento das metas da empresa quanto à evolução do projeto. Essa estratégia, inclusive, desempenha um papel preponderante no controle de possíveis conflitos entre os empreendedores investidos e os investidores (GOMPERS; LERNER, 2001).

Em relação aos estágios, classificação das companhias investidas e aos valores de aporte de investimentos, chamado no mercado de rodadas de investimento, não existe regulamentação que defina tal classificação, tampouco fixe valores mínimo e máximo dessas rodadas, ao passo que o próprio mercado acaba estabelecendo parâmetros por via da prática (ABVCAP, 2019). Cada período de financiamento é avaliado de acordo com a tecnologia envolvida no projeto, com o mercado onde a empresa investida está inserida, o que não resulta numa padronização de valores ou classificação de estágios. Investir num software terá um intervalo menor do que investir em empresas que lidam com genética (GERKEN; WHITTAKER, 2014).

As rodadas de investimentos, de forma geral, têm a mesma forma de funcionamento. Os investidores institucionais oferecem recursos em troca de participações acionárias nos negócios. As rodadas são divididas em séries e a classificação das empresas investidas tem relação com o estágio operacional em que as mesmas se encontram. Esse estágio determinará o valor dos *tickets* médios do investimento e influenciará na diluição média da composição societária (CHERNENKO; LERNER; ZENG, 2017).

Pesquisando em publicações da ABVCAP (2019), e do Instituto Mineiro de Mercado de Capitais – IMMC (2018), montou-se a Figura 3, relativa aos estágios do capital de risco no Brasil.

Figura 3 - Estágios do capital de risco no Brasil



Fonte: elaboração própria.

Com base na Figura 3, verifica-se que, quanto mais avançado o estágio da empresa, tende a ser maior o seu valor de mercado e a diminuição de riscos iniciais envolvidos, e que os *tickets* das rodadas de investimento estabelecem uma classificação das empresas investidas em relação ao seu estágio operacional. Também baseado nas informações pesquisadas nos materiais informativos publicados pela ABVCAP (2019) e IMMC (2018), montou-se o Quadro 1, que apresenta a classificação do *venture capital* no Brasil.

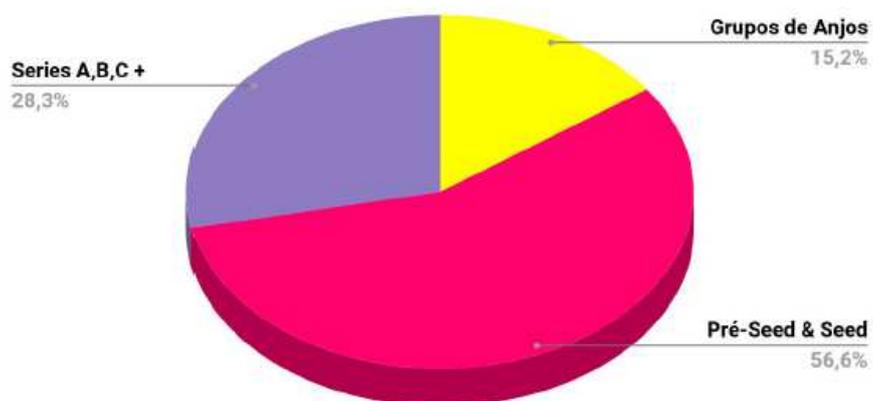
Quadro 1 - Classificação do *Venture Capital* no Brasil

Estágio	Classificação		Perfil da Empresa	
Estágio Inicial	Anjo		Investimento inicial feito para o desenvolvimento de uma ideia. É a fase do primeiro aporte de investimentos. Nessa fase se testam a tese do projeto. Empresas em fase pré-operacional. Testes iniciais em fase de incubação e aceleração. Os investidores podem ser desde pessoas físicas e empresas gestora de recursos próprios sem a necessidade de estar investidos num FIP.	
	Incubadora			
	Aceleradora			
Desenvolvimento	<i>Venture Capital</i>	Pré-Seed	Empresas em fase de estruturação. Geralmente no primeiro ao segundo ano de funcionamento. Começa a introdução do produto e/ou serviço para comercialização. Iniciou a contratação de profissionais para colocar seu plano de negócios em prática. Fase das primeiras rodadas de investimento via fundos.	
		Seed		
		Series A		Empresas com produtos e/ou serviços já testados comercialmente. Otimização da base de usuários e criação de novos produtos e/ou serviços. Direcionamento dos produtos para outros mercados além do inicial. Plano de negócios já voltado à geração de receita e lucros de longo prazo. Investidores são fundos de <i>Venture Capital</i> .
		Series B		Empresas que já atingiram a comercialização de forma plena. Aumento da capacidade produtiva. Os investimentos servem para escalar o negócio expandindo seu alcance de mercado, inclusive internacional. A empresa pode até adquirir outras empresas, visando aumento de <i>market share</i> . Os fundos a investir podem ser os mesmos do nível <i>series A</i> ou em alguns casos fundos de <i>Private Equity</i> .
Expansão	<i>Private Equity</i>	Series C	Empresas já com marca consolidada no mercado. A aquisição de novas empresas é prática usual nesse estágio. Acelerar ainda mais o crescimento até nacional e internacional. É investida por grandes fundos de <i>Venture Capital</i> , mas na sua maioria grandes fundos de <i>Private Equity</i> .	
		Series D	Empresas preparadas para abrir capital no mercado nacional ou internacional (IPO). Os investidores são grandes fundos de <i>Private Equity</i> .	

Fonte: ABVCAP (2019).

Quanto às rodadas de investimentos, conforme estudo realizado por uma mineradora de informações relacionados a *startups* no Brasil, a DISTRITO DATAMINER (2019) mostra que, no Brasil, a preponderância é de gestores dedicados ao estágio inicial, pós-investimento anjo e aceleração, compreendendo gestores que realizam *tickets* menores, mas essenciais para as empresas ainda em fase de testes, desenvolvendo sua estrutura, produtos, estratégia, plano de marketing e vendas para conseguir captar melhores oportunidades e investimentos em rodadas seguintes, como observado na Figura 4.

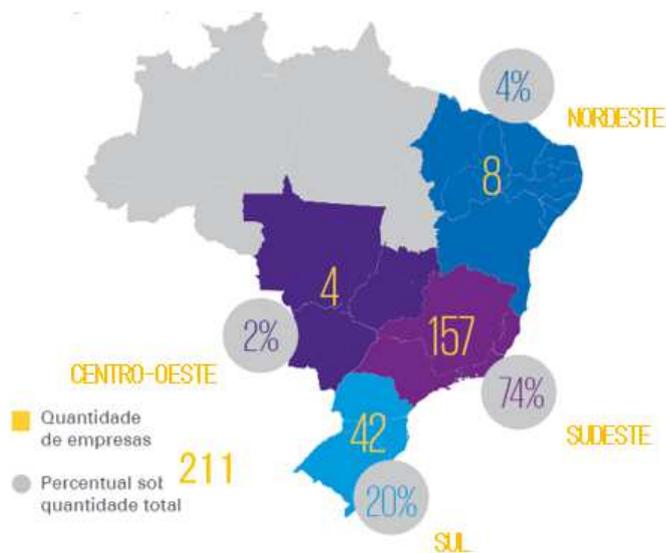
Figura 4 - Gestores por estágio de investimento



Fonte: Distrito *Dataminer* (2019).

Outra característica do mercado de *venture capital* no Brasil é a concentração do maior volume de investimentos na região sudeste, conforme mostra o estudo realizado pela KPMG (2019), de 211 investimentos realizados em 2018, 157 ou 74% foram realizados na região sudeste do país, representado pela Figura 5.

Figura 5 - Quantidade de empresas investidas em 2018 por região do país



Fonte: Consolidação de dados da indústria de VC 2011-2018 – KPMG (2019).

A região Sudeste concentra o maior volume de recursos disponíveis a serem investidos, o que atrai as empresas gestoras para aquela região e também as empresas a serem investidas que identificam maiores oportunidades de receber aporte de recursos (ABVCAP, 2019).

O estágio em que as empresas se encontram definirá a classificação das rodadas de investimento e, nessa esteira, determina o processo seletivo para esses aportes, que se alteram de acordo com o grau de maturidade das empresas (GOMPERS *et al.*, 2016). Haja vista a relevância deste tema, ele é tratado na seção que sucede a presente discussão.

### **2.1.3 O processo de avaliação das empresas para o investimento**

Kaplan, Sensoy e Stromberg (2004) examinaram os memorandos de investimento de capital de risco que descrevem as teses de investimento e os riscos de seus investimentos e descobriram que os gestores de *venture capital* se concentram na qualidade da equipe de gerenciamento, no mercado ou na indústria, na concorrência, no produto ou na tecnologia e no modelo de negócios em suas decisões de investimento. No entanto, os memorandos de investimento não classificam a importância dos diferentes critérios.

Em uma extensa pesquisa realizada com 885 gestores de capital de risco em 681 empresas, para entender como eles tomam decisões no processo de investimento, Gompers *et al.* (2016) analisaram oito fatores distintos: a terceirização de negócios; a seleção de investimentos; a avaliação; a estrutura do negócio; valor acrescentado pós-investimento; as saídas; a organização interna das empresas; e o relacionamento com os investidores. Os autores concluíram que, no processo de seleção de investimentos, os gestores consideram a equipe de gerenciamento mais importante do que as características relacionadas ao negócio, como o produto ou tecnologia.

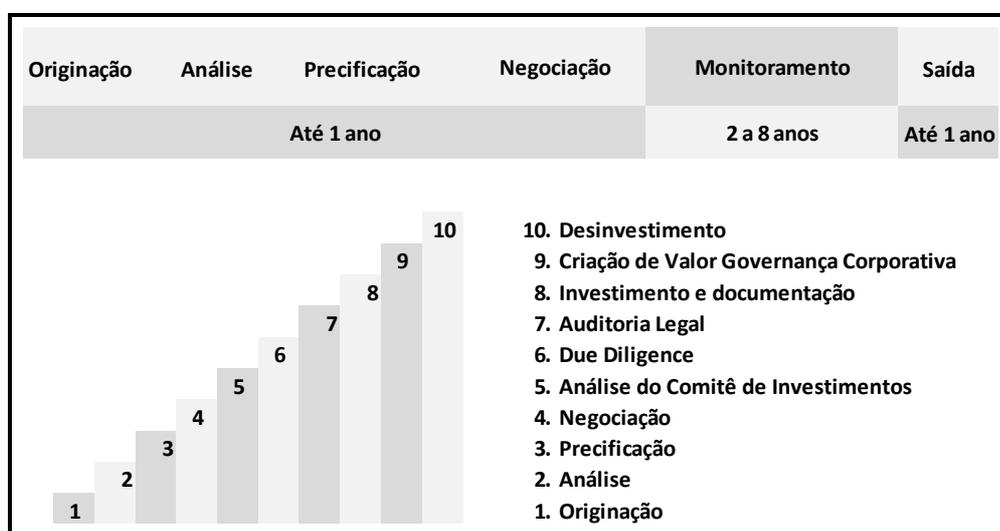
No Brasil, de acordo com Souza (2008), o empreendedor que busca captar recursos de capital de risco deve ter ciência dos critérios que serão avaliados do negócio, antes de sair ao mercado apresentando projetos, evitando assim correr o risco de desgastar-se e perder oportunidades. O autor salienta, ainda, que a realização do negócio entre a empresa a ser investida e o fundo, em uma abordagem ativa do mesmo, é precedida de atividades realizadas pelo gestor, através das fases de prospecção, seleção e análise, negociação e investimento.

Ainda segundo Souza (2008), a fase da prospecção é a fase em que o gestor origina o processo de busca por negócios potenciais a serem investidos; a seleção e análise é onde o gestor tem acesso a toda a documentação solicitada para um diagnóstico sobre a empresa; a negociação é

a fase onde se chegar ao valor da empresa e faz-se o contrato para o investimento; e o investimento é a fase onde o fundo investiu na empresa e passa a atuar com participação societária e a monitorá-la para garantir que as metas propostas serão cumpridas conforme negociação firmada.

A ABVCAP (2019) destaca que o ciclo de investimento dos fundos pode variar, chegando ao desinvestimento, que é o momento da saída do mesmo, a um prazo de dez anos ou mais, conforme demonstrado na Figura 6.

Figura 6 - Ciclo de investimento



Fonte: ABVCAP (2019).

A etapa de **originação** é fase inicial da prospecção na busca de projetos, empreendimentos e novas ideias, momento em que o gestor acessa seu fluxo de contatos ou é acessado por indicações de parceiros e até mesmo de outras investidas anteriormente; a **análise** é a fase do recebimento dos documentos solicitados e minuciosa avaliação dos mesmos; a **precificação** é o levantamento e acerto do valor da empresa; a **negociação** é a fase de acertar o valor a ser investido e a participação societária na empresa; e a **análise do comitê de investimentos** é a etapa onde os elementos levantados nas fases anteriores são submetidos a decisão à aprovação por investir (ABVCAP, 2019).

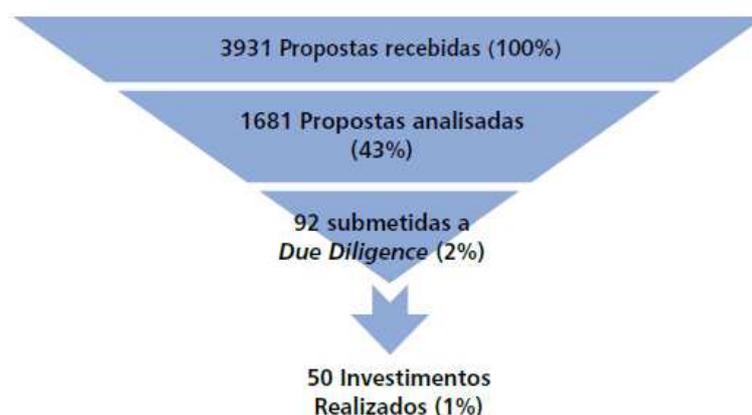
Em seguida, na **due diligence** é realizada uma avaliação de riscos prévios à celebração do investimento, geralmente nas partes operacional, contábil e jurídica; a **auditoria legal**, quando aplicável por força de lei ou exigência contratual; **investimento e documentação**, é o ato inicial

dos aportes conforme acordado na fase de negociação; a **criação de valor e governança** acontece na medida em que o projeto vai sendo colocado em prática, com o acompanhamento do plano de expansão estabelecido e a implantação de regras de governança; e, finalmente, o **desinvestimento**, que é a saída do fundo da companhia, podendo ser através de transações de fusão ou aquisição, ou abrindo a empresa no mercado de capitais, IPO (ABVCAP, 2019).

O segundo e último censo realizado em 2011 pela ABVCAP aponta que os investimentos de *venture capital* têm como característica baixa taxa de conversão das propostas de negócios analisadas pelas Gestoras dos Fundos. Em relação à taxa de conversão de oportunidades de negócio em investimentos, 1,7% das propostas apresentadas por prospecção proprietária receberam o investimento, contra 1,2% de candidatura espontânea e 1% de indicação de terceiros (GVCEPE, 2011).

Nesse mesmo estudo da ABVCAP (2011), foram coletadas respostas de 88 organizações gestoras (60% do universo), em dezembro de 2009, referentes aos dados do período de janeiro a dezembro daquele ano. Verificou-se que, de cada cem propostas que chegam às Gestoras de Fundos, apenas uma resulta em um investimento concreto, conforme demonstra a Figura 7.

Figura 7 - Propostas recebidas convertidas em investimentos



Fonte: Base de Dados GVCEpe – Fundação Getúlio Vargas (2011).

Observa-se, na Figura 7, que a maior parte das propostas é desconsiderada no processo inicial, restando apenas 43% do total de propostas recebidas, 1681 propostas. Dessas, somente 92, ou seja, 2%, passaram para a fase de *due diligence*, mas apenas 50 projetos foram selecionados

para receber o investimento, ou seja, só 1% do total. Há um criterioso processo de seleção e, após a apresentação da proposta ao gestor, selecionam-se aquelas convergentes com as teses de investimento do veículo e, em seguida, reuniões são realizadas com os empreendedores, quando o memorando de intenção é firmado (GVCEPE, 2011).

Na pesquisa realizada por Gompers, Kaplan e Mukharlyamiv (2015), aplicada a 79 gestores de capital de risco sobre a experiência desses gestores com o funil de negócios, identificou-se que, para cada 100 oportunidades consideradas, o investidor médio investiga menos de 24%, assina um acordo com menos de 14% e fecha o negócio de fato com apenas 6%. No ano seguinte, Gompers *et al.* (2016) revelaram que, embora o processo seletivo seja bastante conhecido pelos gestores, pouco se sabe sobre a proporção relativa de oportunidades que chegam a um determinado estágio do funil de negócios. Os autores constataram que empresas gestoras de capital de risco consideradas medianas fecham cerca de quatro negócios por ano. Para cada negócio que uma empresa de capital de risco eventualmente investe, a empresa analisou cerca de 100 oportunidades potenciais, ou seja, 4%.

Observa-se que o processo de avaliação tem um funil estreito onde o índice de empresas investidas ao final, em relação a quantidade inicial de prospecção, é baixo. Diante deste cenário, é plausível dizer que a conversão em investimentos está atrelada à atuação dos gestores de capital de risco, o que conforma o principal mote desta dissertação. Assim, torna-se pertinente identificar e entender os fatores condutores, incentivadores e inibidores para o investimento dessa indústria.

#### **2.1.4 Fatores incentivadores e inibidores da tomada de decisão**

Os critérios de decisão dos fundos de *venture capital* foram estudados por Mishra *et al.* (2009) e têm relação com o estudo seminal realizado por Muzyka *et al.* (1996) que, dentre vários elementos, destacam a presença de critérios relativos à capacidade da equipe de gestão e do empreendedor das empresas investidas. Utilizando as variáveis observadas, Mishra *et al.* (2009) adaptaram os critérios apontados, conforme Quadro 2.

Quadro 2 - Fatores analisados por gestores para a tomada de decisão por investir

Fatores	Aspectos analisados
Produto e Mercado	Grau do mercado já estabelecido Tamanho do mercado Crescimento e atratividade no mercado Sensibilidade aos ciclos econômicos Sazonalidade de mercado do produto Exclusividade do produto e tecnologia Grau de entendimento do mercado para o produto Localização geográfica dos negócios
Estratégicos e Competitivos	Facilidade de entrada no Mercado Capacidade de criar barreiras a entradas Posição competitiva de participação sustentável Natureza e grau de concorrência Força de fornecedores e distribuidores
Equipe de Gerenciamento	Potencial de liderança do empreendedor principal Potencial de liderança da equipe de administração Experiência reconhecida da equipe de administração no setor Histórico do principal empreendedor Histórico da equipe de administração
Financeiro	Ponto de Equilíbrio ( <i>breack even</i> ) Tempo de retorno do investimento ( <i>payback</i> ) Taxa de retorno esperada Valor Estimado do negócio ( <i>valuation</i> )
Do Fundo	Adequação do produto e da empresa à carteira do investidor Atendimento às restrições de financiamento Capacidade de influenciar a natureza do negócio Localização do negócio em relação ao fundo
Competências da Gestão	Capacidade da equipe de marketing/vendas Capacidades organizacionais e administrativas da equipe Capacidades financeiras/contábeis da equipe Capacidade de produção/processos da equipe
Análise do Acordo	Número e natureza dos co-investidores no negócio Escala e oportunidade de possíveis rodadas futuras de financiamento Importância das hipóteses obscuras Estágio do investimento requerido Possibilidade de compartilhar o negócio atraindo outros investidores

Fonte: Mishra *et al.* (2009).

Pesquisas apontam, ainda, que, sob a perspectiva dos gestores de fundos de investimento de risco, é indispensável o potencial da equipe de gestão envolvida na implementação do projeto (KIRIHATA, 2008). Em similitude, Hellmann, Puri e Rin (2011) apontam que um fator relevante no processo decisório dos fundos de investimentos em capital de risco é que as características do empreendedor e de sua equipe se destacam e têm forte influência no sucesso do negócio e na geração de valor. Na pesquisa de Gompers *et al.* (2016), sobre seleção de investimentos, os gestores consideram a equipe de gerenciamento mais importante do que as características relacionadas aos

negócios, como produto ou tecnologia. Eles também atribuem mais a probabilidade de sucesso ou fracasso do investimento final na equipe do que no negócio.

Gompers e Kaplan (2015) estudaram se os investidores de capital de risco fazem o que a academia diz ser as melhores práticas, baseados no fato de que, na última década, as finanças acadêmicas exploraram o impacto de empresas dessa indústria em várias áreas, examinando conjunto de dados, às vezes, limitado. Observaram que alguns se concentram muito na engenharia operacional, enquanto outros se baseiam fortemente na substituição do gerenciamento. Observaram ainda que essas estratégias de investimento são fortemente influenciadas pelas histórias de carreiras dos fundadores das empresas gestoras.

Na pesquisa de Gompers, Kaplan e Mukharlyamiv (2015), realizada para entender melhor como os gestores de capital de risco selecionam e diferenciam os investimentos, os pesquisadores pediram que classificassem os fatores que consideravam mais importantes, identificando que, na escolha de um investimento, o modelo de negócios e a posição competitiva da empresa configuram fatores determinantes. A equipe de gerenciamento, a capacidade de agregar valor e a avaliação compõem outros três fatores importantes. Ainda segundo os autores, dois desses fatores se destacam, primeiro, mais peso nos negócios do que na equipe de gestão.

Esse resultado é altamente consistente com o trabalho de Kaplan, Sensoy e Strömberg (2009), que mostra que, pelo menos dentro do capital de risco, as estratégias de negócios das empresas permanecem muito mais instáveis, e, portanto, mais importante do que a estabilidade do gerenciamento. Em segundo lugar, a importância da capacidade de agregar valor sugere que os gestores de capital de risco levam a engenharia operacional muito a sério. Os fatores analisados para a decisão de investimentos em fundos de *venture capital* envolvem a utilização dessas e outras possíveis variáveis que poderão ser identificadas com as entrevistas.

O *venture capital* possui uma estrutura típica no cenário mundial, podendo variar de acordo com as características peculiares do país em que está se desenvolvendo. No Brasil, tem-se uma estrutura que segue a estrutura típica americana, contudo, por questões próprias, como uma legislação ainda não adequada a essa indústria, produz idiosincrasias que influenciam a tomada de decisão por investir no mercado brasileiro, tanto por parte do investidor estrangeiro quanto nacional.

No que tange à atividade dos gestores de *venture capital* no Brasil, não foram identificadas publicações semelhantes que tratassem efetivamente dos fatores críticos analisados pelos gestores

de *venture capital* quando da tomada de decisão no mercado brasileiro. Esta conforma, assim, a principal lacuna e motivação desta dissertação de mestrado.

Visando complementar o referencial teórico, a seguir, discute-se a questão da inovação e, mais especificamente, o contexto brasileiro de inovação, uma vez que configura o cenário de atuação dos gestores de fundo de *venture capital*.

## 2.2 INOVAÇÃO

Um dos pilares do crescimento econômico do Brasil, na condição de país em desenvolvimento, é a inovação, embora estudos apontem que, ao se observar o esforço inovativo em comparação a países tradicionalmente industrializados como Alemanha, Bélgica, França e Dinamarca, a distância tecnológica mostra-se evidente (MELO; FUCIDJI; POSSAS, 2015).

Em todo o mundo, durante décadas, prevaleceu a teoria econômica tradicional, num cenário de inovação que tinha como objeto o contexto das indústrias de manufaturas e da agricultura. Atualmente, a inovação está muito associada a tecnologias disruptivas, impulsiona principalmente pelo surgimento de empresas icônicas no Vale do Silício, nos Estados Unidos (ETZKOWITZ; ZHOU, 2017).

Joseph A. Schumpeter, em *The Theory of Economic Development* (TED), de 1957, cita que “inovação” significa “fazer as coisas diferentemente no reino da vida econômica”, e que a inovação pode ocorrer de várias formas: (a) da introdução de um novo bem não familiar aos consumidores ou então de nova qualidade de um certo bem; (b) com a introdução de um novo método de produção ainda não experimentado dentro de certo ramo produtivo, mas que não precise obrigatoriamente derivar de qualquer descoberta científica; (c) com a abertura de um novo mercado, ou seja, um mercado em que o produto de determinada indústria nunca tivera acesso antes, independente desse mercado ter ou não existido anteriormente; (d) com a descoberta de uma nova fonte de matéria prima ou de produtos semiacabados, também, independentemente dessa fonte ter existido ou não anteriormente; (e) ou ainda com a reorganização de uma indústria qualquer, como a criação ou a ruptura de uma posição de um monopólio.

Até a década de 1960, a inovação era tratada sob uma visão mais clássica, conhecida como um modelo linear de inovação, concebida por meio de processos sucessivos e independentes de pesquisa básica, desenvolvimento, produção e difusão, bem como realizada de forma isolada pelas empresas (CASSIOLATO; LATRES, 2005). A partir de então, a inovação é considerada tema-

chave para a competitividade numa economia do conhecimento (ASHEIM; GRILLITSCH; TRIPPL, 2015).

Na década de 1980, estudos passaram a demonstrar que decisões e estratégias tecnológicas são dependentes de fatores muito mais amplos, como os setores financeiros, sistemas de educação e organização do trabalho (CASSIOLATO; LATRES, 2005). Para os autores, a concepção da inovação sofreu, então, uma transição, passando de uma visão linear para uma perspectiva sistêmica.

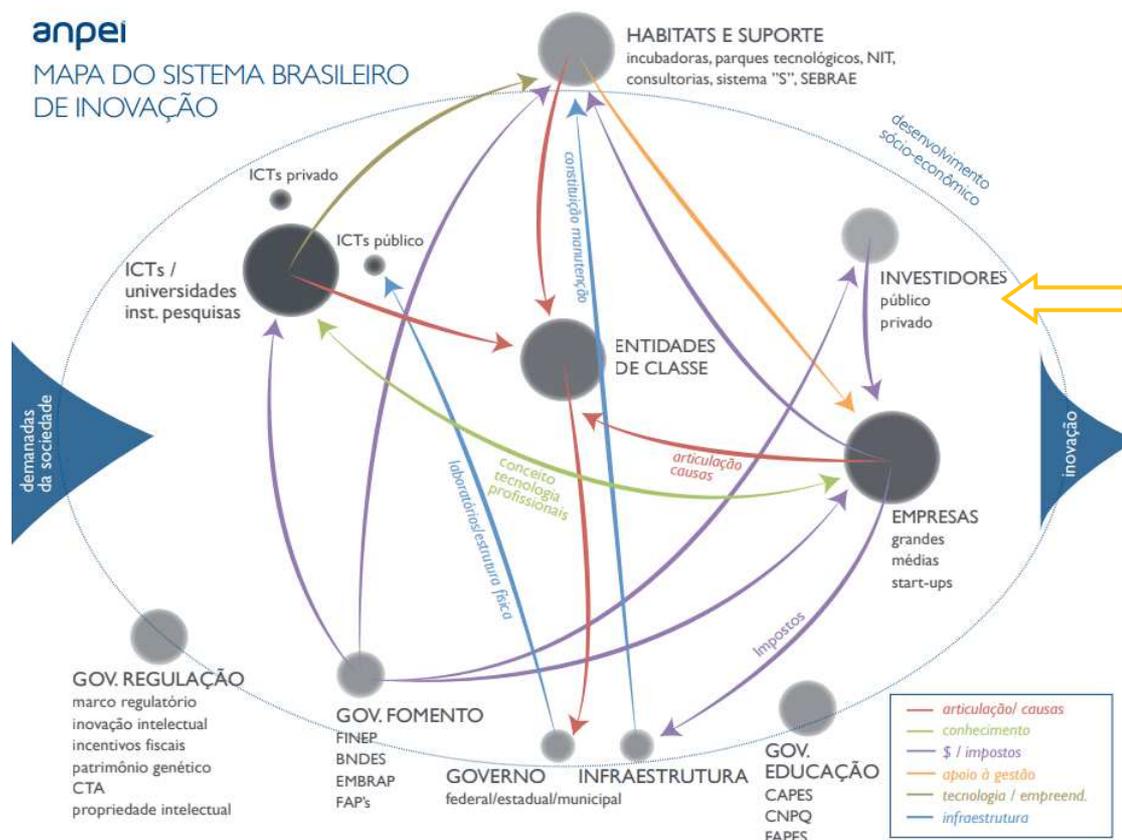
Essa visão sistêmica comporta um ecossistema de instituições que contribuem para a inovação, contemplando especialmente as relações entre instituições de fomento financeiro, centros de pesquisa, universidades e empresas (ASHEIM; GRILLITSCH; TRIPPL, 2015). A inovação vem de múltiplas formas e resulta da interrelação entre uma variedade de atores. Por conseguinte, a política de inovação não deve enfatizar apenas o fortalecimento das capacidades de pesquisa e desenvolvimento (P&D), mas deve apoiar a circulação de conhecimentos entre todos os atores envolvidos na geração de conhecimento e inovação.

Um conceito de sistema nacional de inovação (SNI) foi inicialmente definido por Freeman (1987), Lundvall (1992) e Nelson (1993). Freeman e Nelson participaram do projeto da OCDE que deu origem a esse conceito. Segundo Freeman (1987), o SNI é um conjunto de relações exercidas pelo ecossistema que formam um corpo de instituições contribuindo para o progresso tecnológico dos Estados federativos, ao passo que, por consequência, determinam o desenvolvimento socioeconômico do país.

Agentes públicos e privados formam os SNI, afirmam Freeman e Soete (2008), pelas diversas interações que realizam com Ciência, Tecnologia e Inovação (CT&I), bem como o ensino e a difusão da tecnologia.

A Figura 8 representa o SNI do Brasil, com suas relações e interações.

Figura 8 - Mapa do sistema brasileiro de inovação



Fonte: ANPEI<sup>1</sup> (2015).

Destaca-se, na Figura 8, os investidores privados que são constituídos por pessoa jurídica, pessoa física, *angels*, clube de investimentos, *seed capital*, *venture capital*, *private equity*, entre outros tipos, visto que eles conformam o objeto de pesquisa da presente dissertação. Estes investidores oferecem recursos financeiros e têm como papel principal analisar e prospectar novas oportunidades, captar recursos e modelar negócios, fomentando assim o ecossistema de inovação.

Convém assinalar que o capital de risco pode atuar como uma parceria ou como o braço de uma corporação, governo, universidade ou fundação. O setor de capital de risco privado, baseado em parcerias, foi formado pelas interações entre todos os protagonistas da inovação e é um importante propulsor da formação e crescimento de empresas (ETZKOWITZ; ZHOU, 2017).

<sup>1</sup> Associação Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento das Empresas Inovadoras – ANPEI, criada em 1986, para difundir e contribuir para a evolução do Sistema Brasileiro de Inovação (SBI) deu início ao entendimento e representação dos fluxos e interações entre os atores participantes do ecossistema de Inovação.

A inovação pode ocorrer de várias formas, como já afirmava Schumpeter (1957). Entretanto, o sucesso recente de empresas como o Facebook e Tesla evidencia o que se pode esperar de uma *startup*, também conhecida por empresa inicial, e não apenas de empresas já estabelecidas. Para Weiblen e Chesbrough (2015), o lançamento da próxima grande novidade e a criação de espaços incontestes de mercado ainda são a origem esperada das chamadas inovações disruptivas.

A pesquisa e o desenvolvimento de projetos inovadores, objetivando empreender em algo que agregue valor a um produto ou serviço já existente ou a criação de um novo produto ou serviço, requerem a compreensão de fatores que excedem os limites de uma economia local diante do dinamismo da economia globalizada. Sobre isso, Gompers *et al.* (2016, p. 2) comentam que “os investidores de risco são entidades de um mundo real que indiscutivelmente aproximam os investidores da teoria econômica, fornecendo uma razão adicional para estudá-los”. Importante distinguir que quando o investidor é de uma empresa de grande porte investindo na aquisição de participação em empresas menores, o capital recebe a classificação capital de risco corporativo (*corporate venture capital – CVC*), numa operação também chamada de *external corporate venturing* (GARCEZ; ANSELMO, 2005).

O capital empreendedor existe para financiar o empreendedorismo e a inovação. O conceito de inovação vem sendo consolidado ao longo dos anos, principalmente tendo em vista sua importância no desenvolvimento das sociedades em desenvolvimento, como é o caso do Brasil. Diante do exposto, foram selecionados alguns estudos empíricos que envolvessem *venture capital* e inovação no contexto brasileiro.

Cicconi (2014) estudou a proposta de um modelo de tomada de decisão de investimento por parte dos fundos de *venture capital* em *start-ups* de biotecnologia no Brasil, motivado pelo crescimento desse tipo de investimento, mas ainda incipiente comparado com países mais desenvolvidos como Estados Unidos e Inglaterra. Cicconi (2014) identificou que as empresas de biotecnologia são recentes e o ciclo de desenvolvimento delas é muito longo, desestimulando o investimento, o que motivou estudar os principais critérios utilizados pelos fundos de *venture capital* na tomada de decisão por investir em empresas naquele setor.

Fiates (2014) desenvolveu sua pesquisa para investigar a influência dos Ecossistemas de Empreendedorismo Inovador na Indústria de *venture capital*, visando estabelecer as bases e os fundamentos para a proposição de estratégias de apoio a empresas inovadoras. Para desenvolver o trabalho, uma das partes foi a aplicação de questionário e entrevistas junto a treze gestores e

especialistas de *venture capital*. Uma das conclusões importantes da pesquisa é de que existem grandes falhas de comunicação entre o empreendedor e a indústria.

Leonel (2019) discute alguns mitos e verdades sobre a indústria de *venture capital* no Brasil, com foco no seu papel e na sua localização institucional dentro do sistema de inovação, bem como sua replicabilidade fora de seu país de origem, os Estados Unidos, onde o principal objetivo foi reunir elementos que possibilitem avaliar se essa indústria poderia contribuir para o desenvolvimento tecnológico brasileiro. Identificou que a indústria de *venture capital* brasileira demonstra ter uma baixa tolerância ao risco, apostando em empresas com trajetórias tecnológicas bem desenvolvidas ou produtos que são cópias de modelos de negócios bem-sucedidos em outros países, além de existir pouca diferenciação no papel exercido pelo gestor público e privado.

Recentemente, Silva (2019) estudou as adaptações e limitações ao financiamento de *startups* no formato do *venture capital* brasileiro. Identificou que, além das dificuldades usuais inerentes a este tipo de negócio, as características do mercado brasileiro fazem com que o *venture capital* assuma um grau ainda maior de complexidade e incertezas. O trabalho buscou compreender como o ambiente regulatório-institucional brasileiro influenciou a formação do capital de risco no Brasil, contribuindo para que essa modalidade de investimento adquirisse suas características locais, o que é conhecido como “*venture capital* à brasileira”.

Para a constituição da pesquisa, Silva (2019) realizou entrevistas com dez gestoras de recursos de *venture capital* com atuação no país, e com três entidades que desempenham papel na trajetória do capital de risco no país: INPI, B3 e FINEP. Conclui que o ambiente regulatório-institucional influenciou as características do *venture capital* nacional, que há ausência de um mercado de acesso em Bolsa de Valores e o alto custo reputacional do fracasso em empreendimentos passados resultam na priorização de investimentos em empresas que inovam em modelos de negócios, inibindo investimentos em empresas de base tecnológica.

Observou-se, nos estudos empíricos pesquisados, que a indústria brasileira de *venture capital* tem peculiaridades, como a regulamentação, que vem sendo ajustada, mas que pode inibir investimentos provenientes dessa indústria.

### 3 MÉTODO

No intuito de acessar a percepção dos gestores de fundos de *venture capital* quanto aos fatores críticos analisados para a tomada de decisão sobre investimentos no mercado brasileiro e, ainda, a identificação de fatores incentivadores e inibidores para esses investimentos, optou-se pela realização de um estudo de cunho qualitativo, e que permitisse ao pesquisador conhecer e interagir com o campo de estudo, de modo a levantar informações de naturezas distintas que possibilitassem a compreensão do fenômeno em sua complexidade.

#### 3.1 COLETA DE DADOS

A coleta de dados contou com uma combinação de técnicas qualitativas, quais sejam, observação, entrevistas e análise de documentos. É importante ressaltar que essas técnicas de coleta de dados se sobrepuseram, ou seja, elas aconteceram de maneira concomitante durante todo o período de campo. O motivo pelo qual essas técnicas foram selecionadas reside na necessidade de explorar o tema em profundidade, contando com a posterior triangulação de dados de natureza distintas para responder aos objetivos da pesquisa.

##### 3.1.1 Observação

De acordo com Vianna (2003), o objetivo das observações científicas é obter dados válidos e confiáveis, mostrando-se uma técnica adequada ao estudo de comportamentos complexos. Para Angrosino e Pérez (2000), trata-se de um dos métodos mais importantes na pesquisa em ciências sociais. Além disso, a observação de um campo de pesquisa configura uma das mais importantes fontes de informação em pesquisas qualitativas: sem a acurada observação, afirma o estudioso, não há ciência (VIANNA, 2003).

Diante destes argumentos, recorreu-se à observação do contexto dos gestores de *venture capital* no intuito de: (i) conhecer o funcionamento deste ecossistema; (ii) conhecer e estabelecer relacionamentos com atores do campo, visando o convite para participação futura nas pesquisas; e (iii) elaborar, a partir das observações de campo combinadas à literatura visitada, o roteiro de entrevistas.

Assim, com o objetivo de observar como os atores do ecossistema da indústria de *venture capital* do Brasil de fato atuam, organizam-se, o que pensam e as dificuldades que enfrentam no processo de tomada de decisão ao investirem em empresas no Brasil, o autor desta dissertação

realizou um período de observação por doze meses no campo de pesquisa. Este período de observação compreendeu a participação em diversos eventos relacionados ao *venture capital*, como conferências, curso prático, *workshop*, palestras, painéis, eventos financeiros, conforme o Quadro 3.

Quadro 3 - Participação em Eventos

Tipo Evento	Nome do Evento	Data	Local	Duração
Conferências	5ª Conferência Brasileira de <i>Venture Capital</i>	04/10/2018	São Paulo / SP	8h
	6ª Conferência Brasileira de <i>Venture Capital</i>	12 e 13/08/2019	Florianópolis / SC	10h
	5ª Corporate Venture in Brasil	15 e 16/10/2019	São Paulo / SP	14h
	Latin America Investment Conference	29/01/2020	São Paulo / SP	8h
Curso Prático	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz!	28 e 29/03/2019	São Paulo / SP	16h
	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz!	04 e 05/04/2019	São Paulo / SP	16h
	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz!	12/04/2019	São Paulo / SP	8h
Evento de Prospecção	Credit Suisse Hedging-Griffo	16/10/2019	São Paulo / SP	2h
Painéis	Investment Summit Porto Alegre	27/11/2018	Porto Alegre / RS	4h
	Innovation Summit Brasil	14/08/2019	Florianópolis / SC	5h
Palestras e Workshop	Palestra Ágora Tech Park	03/10/2019	Joinville /SC	2h
	Money Tech Experience	03/10/2019	Joinville /SC	2h
	Workshop Como investir em Startup	22/10/2019	Florianópolis / SC	4h

Fonte: elaboração própria.

As **conferências** oportunizaram uma visão ampla em nível global da indústria de *venture capital*, trazendo importantes insights sobre o comportamento desta indústria no Brasil, onde atuam os gestores de fundos que são sujeitos desta pesquisa. As conferências permitiram a compreensão do cenário de atuação destes gestores, a partir de debates com palestrantes brasileiros e internacionais, onde o ecossistema de *venture capital* já é consolidado, contribuindo para o entendimento das particularidades do cenário nacional. As conferências são um lócus onde se encontram importantes atores do ecossistema de *venture capital*, abarcando empresas gestoras, associações, órgãos reguladores, bancos, investidores institucionais públicos e privados e representantes do governo.

Os **painéis, palestras e workshops** apresentaram discussões voltadas ao cenário local onde o evento acontecia, possibilitando o contato direto com gestores de fundos e parceiros do ecossistema, além de entender a importância dos contextos regionais na tomada de decisão destes gestores. Foi possível, nestes eventos, observar como o gestor de *venture capital* aborda investidores e seu comportamento em relação aos demais atores sociais do seu contexto de atuação.

O autor participou, ainda, de um **curso de capacitação prático** sobre *venture capital*, cujo conteúdo se mostrou pertinente aos objetivos deste trabalho. Os professores desse curso são, na sua maioria, gestores de fundos de investimento de *private equity* e *venture capital*, permitindo que o autor desta dissertação pudesse interagir diretamente com esses profissionais. Para além disso, os contatos estabelecidos nos eventos oportunizaram o acesso a outros *stakeholders* do ecossistema, como bancos públicos e privados, associações, escritórios de advocacia e bolsa de valores.

O Quadro 4 apresenta os temas principais dos eventos durante o período de observação do campo.

Quadro 4 - Principais temas dos eventos

Data Evento	Nome do Evento	Cidade	Principais temas dos eventos participados
04 de outubro de 2018	5ª Conferência Brasileira de <i>Venture Capital</i>	São Paulo/SP	O impacto de novas tecnologias em mercados tradicionais
			Onde os gestores de VC estão e por quê?
			Fortalecendo o ecossistema: experiências de Israel sobre o desenvolvimento da comunicação de inovação e empreendedorismo
			Além de anjos e VCs: Como outros representantes do setor estão impactando o desenvolvimento do ecossistema de inovação no Brasil
			A lei de informática e seu potencial impacto para o <i>venture capital</i>
			Compartilhando experiência: Como gestores de sucesso navegam as ondas do fundraising
			Visão, Inovação e Impacto
27 de novembro de 2018	Investment Summit POA	Porto Alegre/RS	Captação de Recursos por empresas da Região Sul
28 e 29 de março de 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz!	São Paulo/SP	A indústria de Private Equity e <i>Venture Capital</i> no Brasil global
			O processo de captação de recursos
			Estruturação dos fundos de investimento
			Seleção de Portifólio Companies (Sourcing)
			Análise das Demonstrações Financeiras I (BP - FC - Ágio - Purchase Price Allocation (PPA))
			Análise das Demonstrações Financeiras II (Coeficientes ROE/ROIC/GMROI - Capital de Crédito)
			Financial/Tax, Due Diligence & Negociação

04 e 05 de abril de 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz!	São Paulo/SP	Valuation I - O que avaliamos e por quê?
			Valuation II - Elaboração de um modelo de valuation
12 de abril de 2020	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz!	São Paulo/SP	Seleção de Gestores e Monitoramento de Carteira sob a ótica de um Fund of Funds
12 e 13 de agosto de 2019	6ª Conferência Brasileira de <i>Venture Capital</i>	Florianópolis/SC	Como a entrada de capital estrangeiro tem desenvolvido o ambiente de negócios no <i>venture capital</i> brasileiro?
			O Marco Legal das startups e reformas no empreendedorismo brasileiro
			Os caminhos para o IPO: oportunidades em diferentes mercados globais
			Conversando com o empresário investidor
			Desenvolvendo ecossistemas inovadores: MCTIC
			Como as corporações brasileiras estão acessando inovação
			O peso do sul do Brasil no desenvolvimento da inovação e empreendedorismo
			O empreendedor brasileiro: perspectivas de gestores de fundos
			A diversidade do <i>venture capital</i> brasileiro
			Seguindo as tendências no mercado consumidor e de tecnologia
14 de agosto de 2019	Innovation Summit Brasil	Florianópolis/SC	Indicadores de retorno de investimento
			O Brasil pós-reformas: Como ficam a competitividade e a inovação
			Forum SEBRAE de inovação: Ecossistemas de inovação: estabilidade, equilíbrio e autossuficiência
03 de outubro de 2019	Palestra Ágora Tech Park	Joinville/SC	Planejamento e Criação de um Park Tecnológico e criação do Hub Tecnológico
03 de outubro de 2019	Money Tech Experience	Joinville/SC	Panorama Econômico Atual
			Estratégia, visão e investimentos da Gestora Versa
			Evolução e novo papel das plataformas de investimento
15 e 16 de outubro de 2019	5ª Corporate Venture in Brasil	São Paulo/SP	International <i>Corporate Venture Capitalists</i> Insights on Investing
			Positivo – A Brazilian HighTech Rising Star & CVC Best Practices
			Paths to Corporate Venturing – Diversifying Risks and Strategy
			Israel – The Game <i>Venture Capital</i> Role to Support the Start Up Nation
			Tech Bridging the Gap – Startups and Companies present their cases and opportunities.
			Local VCs present their firms and a portfolio company.
			A Vision (Fund) for Latin America – Is Brazil the Icing on the Cake?
			Wrap-Up & Key Insights on CVC Global Investments in AgTech & Food Tech
			Adding Value to Agtech Entrepreneurs & Tech Trends
			Startups and Companies present their cases and opportunities
A New Hub Rises – FoodTech Hub PR			

			Best Practices on Investing – The Informatics’ Law for Corporates and VCs.
			A German-Brazilian Partnership for Tech Investments
			Pipeline Heat Map – Which Industries are Contracting from Startups?
			Balancing Innovation and Current Operations – O&G vs Renewables
			Beyond Core Business – Corporate Efficiency Through CVC
16 de outubro de 2019	CSHG	São Paulo/SP	Evento de prospecção
22 de outubro de 2019	Workshop	Florianópolis/SC	Como investir em Startup
29 de janeiro de 2020	Latin America Investment Conference	São Paulo/SP	Tendências do mercado de <i>Venture Capital</i>

Fonte: elaboração própria.

A participação nos eventos citados proporcionou a coleta de dados diversos sobre a indústria de *venture capital*, ao passo que esses dados foram sendo armazenados em banco de dados através de arquivos em *word* ou *exel*. Utilizou-se do recurso de gravação em áudio de todos os eventos participados e posterior transição das partes que convergiam aos objetivos da pesquisa.

Elaborou-se um modelo de Carta de Apresentação de Pesquisa Acadêmica para entrega em mãos aos gestores presentes nos eventos aos quais o pesquisador participou no período anterior e durante as entrevistas, objetivando conseguir gestores interessados em participar da pesquisa. A carta está no Apêndice A da dissertação.

O período de observação gerou ainda a aproximação do autor com diversos documentos relevantes ao estudo da tomada de decisão de gestores de fundos de *venture capital*. Por tal motivo, esses documentos foram analisados, estando descritos na seção que se inicia a partir de agora.

### 3.1.2 Análise Documental

O objetivo dessa análise documental foi selecionar documentos relevantes, contendo instruções, orientações, atualizações de aspectos procedimentais e legais do funcionamento dos fundos de investimento. No aspecto de rotinas e procedimentos, observou-se sinergia entre os documentos analisados e os insights que surgiram a partir da observação em campo.

O Quadro 5 reporta os documentos analisados neste estudo.

Quadro 5 - Documentos Analisados

<b>Documento</b>	<b>Origem</b>	<b>Número de páginas</b>
Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e <i>Venture Capital</i> - 2017	Website ABVCAP Entidade: ABVCAP Material: TozziniFreire Advogados	12 páginas
Consolidação de Dados da indústria de Private Equity e <i>Venture Capital</i> no Brasil – 2011 a 2018	Website ABVCAP Entidade: ABVCAP Material: KPMG	29 páginas
Guia de Private Equity e <i>Venture Capital</i> - 2018	Pesquisa de campo Entidade: IMMC – Inst. Mineiro de Mercado de Capitais Material: IMMC	23 páginas
Código ABVCAP   ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE - 2018	Website ABVCAP Entidade: ABVCAP/ANBIMA Material: ABVCAP/ANBIMA	44 páginas
Apostila - A indústria de Private Equity e <i>Venture Capital</i> no Brasil global - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: BNP Paribas	37 páginas
Apostila - O processo de captação de recursos - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABCAP Material: Itajubá Investimentos	17 páginas
Apostila - Estruturação dos fundos de investimento - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: TozziniFreire Advogados	32 páginas
Apostila - Seleção de Portifólio Companies (Sourcing) - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: DGF Investimentos	15 páginas
Apostila - Análise das Demonstrações Financeiras I (BP - FC - Ágio - Purchase Price Allocation (PPA) - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: Advent International	12 páginas
Apostila - Análise das Demonstrações Financeiras II (Coeficientes ROE/ROIC/GMROI - Capital de Crédito) - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: Advent International	14 páginas
Apostila - Financial/Tax, Due Diligence & Negociação - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: KPMG	15 páginas

Apostila - Valuation I - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: Duff&Phelps	38 páginas
Apostila - Valuation II - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: Duff&Phelps	38 páginas
Apostila - Seleção de Gestores e Monitoramento de Carteira sob a ótica de um Fund of Funds - 2019	Curso Private Equity e <i>Venture Capital</i> - Aprenda como se faz! Entidade: ABVCAP Material: Spectra Investimentos	15 páginas

Fonte: elaboração própria.

Esses materiais foram estudados e serviram para melhor compreensão de como funciona o ambiente do ecossistema de *venture capital* no Brasil, principalmente em relação à parte regulamentar e da prática diária vivenciada pelos atores dessa indústria. Os materiais foram selecionados e fichados para uso no roteiro da pesquisa e foram utilizados ainda para confronto, respaldo e busca de complementariedade das informações coletadas na revisão bibliográfica e pesquisa de campo.

### 3.1.3 Entrevistas em Profundidade

Entrevista é definida por Flick (2002) como uma forma de interação social que valoriza o uso da palavra, representativa de significados nas relações humanas, por meio da qual os atores sociais constroem e procuram dar sentido à realidade que os cerca. De acordo com Fraser e Gondim (2004), a entrevista favorece a relação intersubjetiva do entrevistador com o entrevistado, ou seja, permite melhor entendimento da fala do entrevistado se comparado com outros meios, como questionários.

Para Gaskell (2002), a entrevista auxilia o pesquisador no mapeamento e compreensão do mundo dos participantes. O autor avalia, ainda, que não se trata de acessar opiniões ou pessoas, mas sim explorar um espectro de opiniões e as diferentes representações sobre o fenômeno de interesse. Diante disso, foram realizadas entrevistas com gestores de fundos de *venture capital*.

Para tanto, recorreu-se a um roteiro de entrevistas semiestruturado, com quatro perguntas norteadoras, seguindo as recomendações de Manzini (2004) para a elaboração do roteiro, que se encontra no Apêndice B. As entrevistas semiestruturadas são as mais utilizadas em estudos

qualitativos, por sua maior flexibilidade e possibilidade de melhor entendimento do entrevistado (FRASER; GONDIM, 2004).

É importante ressaltar que o roteiro de entrevistas passou por uma etapa de pré-teste, buscando validar o instrumento de pesquisa junto à população selecionada para o estudo. Neste tocante, o pré-teste contou com duas entrevistas com dois gestores de *venture capital* de regiões distintas do país, sendo um com atuações mais na região do sudeste do país, com escritórios em São Paulo e Minas Gerais, e outro com atuações mais ao sul do país, com escritórios no Rio Grande do Sul e Santa Catarina. A validação resultou em pequenas alterações semânticas.

Findada a etapa de pré-teste, partiu-se à etapa de realização das entrevistas. O contato com os gestores de fundos de *venture capital* foi facilitado pela observação de campo realizada, a qual permitiu que o autor estabelecesse relacionamentos com possíveis entrevistados. Além disso, o autor buscou contatos nos *sites* das empresas gestoras e estabeleceu comunicação com possíveis entrevistados por e-mail, ligação telefônica ou através de indicações de gestores que foram entrevistados, os quais indicavam um outro contato ao pesquisador. Todos os gestores convidados para participação da pesquisa receberam, além da carta convite para participação da pesquisa, uma carta de recomendação da UNISINOS (Apêndice C), apresentando o entrevistador.

No total, foram endereçados 57 convites para gestores de fundos de 48 empresas gestoras brasileiras. A partir disso, foram realizadas 22 entrevistas com gestores de fundos e mais 02 stakeholders, os quais trabalham com investidores institucionais em funções gestoras de recursos destinada a investimentos em *startups*, ou seja, nessas entrevistas podê-se colher opiniões sobre os dois ângulos, do investidor e do gestor. As entrevistas foram realizadas nos meses de setembro, outubro e novembro de 2019.

Convém registrar que, das 24 entrevistas, 12 foram realizadas presencialmente e 12 realizadas via telefone ou de forma virtual, pelo aplicativo Skype. As 24 entrevistas tiveram duração média de 36 minutos. Todas as entrevistas foram gravadas com consentimento dos entrevistados. Após a gravação, todas foram transcritas em seu conteúdo integral. As entrevistas semiestruturadas devem ser registradas e integralmente transcritas (BARDIN, 2016).

O Quadro 6 apresenta o perfil dos participantes, respeitando o anonimato dos mesmos.

Quadro 6 - Relação dos entrevistados

Entrevistado	Cargo	Tempo atuação no mercado VC	UF da Gestora	Forma da entrevista	Duração da entrevista
Entrevistado 1	Gestor	38 anos	RS	Presencial	01:02h
Entrevistado 2	Analista Departamento Startups	20 anos	RJ	Call	00:29m
Entrevistado 3	Gestor	10 anos	MG	Skype	00:26m
Entrevistado 4	Gestor	20 anos	RJ	Skype	00:42m
Entrevistado 5	Gestor	15 anos	MG	Call	00:26m
Entrevistado 6	Gestor	12 anos	SP	Skype	00:50m
Entrevistado 7	Gestor	18 anos	RS	Presencial	01:30h
Entrevistado 8	Gestor	10 anos	RJ	Call	00:19m
Entrevistado 9	Gestor	20 anos	SP	Presencial	01:20h
Entrevistado 10	Superintendente Executivo	N/I	SP	Presencial	01:05h
Entrevistado 11	Gestor	7 anos	SP	Presencial	00:32m
Entrevistado 12	Gestor	10 anos	SP	Presencial	00:15m
Entrevistado 13	Gestor	20 anos	SP	Presencial	00:35m
Entrevistado 14	Relacionamento com Empresas	N/I	SP	Presencial	00:30m
Entrevistado 15	Gestor	7 anos	SC	Call	00:28m
Entrevistado 16	Gestor	10 anos	SC	Presencial	00:46m
Entrevistado 17	Gestor	20 anos	SC	Presencial	00:30m
Entrevistado 18	Gerente de Planejamento	15 anos	SC	Presencial	00:17m
Entrevistado 19	Gestor	22 anos	SC	Presencial	00:33m
Entrevistado 20	Gestor	06 anos	SP	Call	00:32m
Entrevistado 21	Gestor	07 anos	SP	Call	00:49m
Entrevistado 22	Gestor	07 anos	SP	Call	00:24m
Entrevistado 23	Gestor	02 anos	PR	Call	00:21m
Entrevistado 24	Gestor	01 ano	PR	Call	00:26m

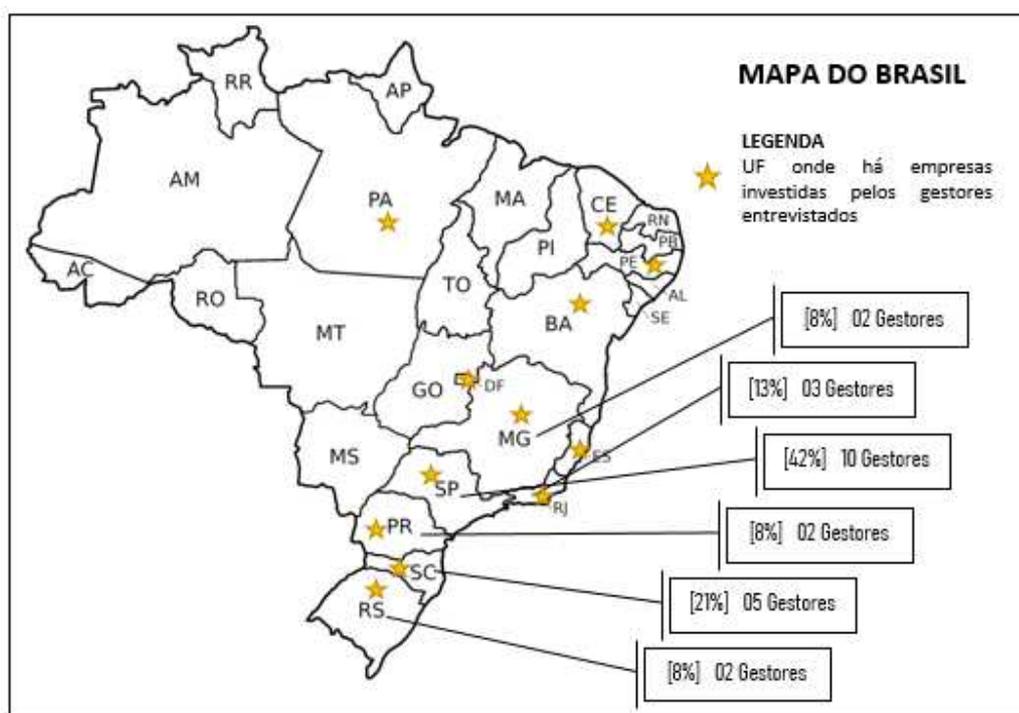
Fonte: elaboração própria.

Nota. N/I = não informado.

Os gestores de fundos entrevistados compõem um grupo heterogêneo de gestores, desde os pioneiros do *venture capital* nacional, com quase quatro décadas de atuação nesse mercado, até gestores iniciantes, com um ano de atuação no mercado. Além disso, foram entrevistados gestores vinculados em todos os estágios de investimos, desde os que investem como investidor anjo com gestão de recursos próprios, sem a vinculação a um FIP, e gestores investidores nos estágios iniciais do *venture capital* no *pré-seed* com cheques na casa de centenas de reais, até gestores com investimento no estágio de *Private Equity*, com cheques na casa dos milhões de reais.

Foram entrevistados gestores com escritórios nas regiões sul e sudeste do país, com uma concentração maior em São Paulo (10 gestores), Santa Catarina (5), Rio de Janeiro (3), Rio Grande do Sul (2), Paraná (2) e Minas Gerais (2). Algumas das empresas gestoras têm escritórios em outros estados além da matriz. Esse grupo entrevistado tem investimentos em vários estados brasileiros, conforme demonstrado na Figura 9 Mapa de localização dos gestores e empresas investidas, a seguir.

Figura 9 - Mapa de localização dos gestores entrevistados e empresas investidas



Fonte: elaboração própria.

Como se pode observar no mapa, houve uma forte concentração de gestores entrevistados no Sudeste do país, principalmente em São Paulo (42%), que se explica, segundo os gestores entrevistados, por ser o estado que tem mais recursos disponíveis para investimentos nessa indústria, embora atualmente o *venture capital* vem se desenvolvendo em outras regiões como no Sul.

A heterogeneidade do grupo entrevistado permitiu colher os mais variados tipos de fatores críticos analisados pelos gestores no processo decisório de investimento, além da identificação de

fatores incentivadores e inibidores apontados pelos mesmos, que serão apresentados no capítulo de Análise e Discussão dos Resultados, desse trabalho.

### 3.2 ANÁLISE DOS DADOS

Após a transcrição das entrevistas, o conteúdo das mesmas gerou um volume de 96 páginas, média de quatro páginas por entrevista. Este material foi analisado em dois momentos: no primeiro, realizou-se uma leitura isolada de cada entrevista, iniciando um processo de codificação (SALDAÑA, 2013); no segundo, as entrevistas já codificadas foram analisadas como um único corpus de pesquisa, visando à análise e interpretação dos dados.

A codificação é um processo de análise de dados no qual uma frase, parágrafo, ou até mesmo uma página, são analisados em relação ao seu conteúdo e significado, no intuito de capturar a essência daqueles trechos (SALDAÑA, 2013). Esse código funciona como um “rótulo”, relativo à classificação do conteúdo da entrevista, realizada pelo autor.

Vale assinalar que este processo, tanto de transcrição quanto de análise de dados, foi realizado de forma manual, sem auxílio de qualquer software de análise qualitativa de dados. A ferramenta utilizada foi o Microsoft Excel, ao qual o pesquisador recorre apenas para organizar o conteúdo codificado manualmente. A planilha usada na análise dos dados continha três colunas: (i) com os rótulos (codificação); (ii) identificação do entrevistado; e (iii) trecho das entrevistas separadas por tipo de assunto, contendo as palavras-chave.

Tal procedimento manual teve como objetivo revisitar as entrevistas, na busca de minúcias nas falas dos entrevistados, o que permitiu maior riqueza de informações para a triangulação dos dados posteriormente. O processo de codificação deu origem a uma tabela com 119 códigos iniciais, que foram sendo refinados em conceitos “guarda-chuva”, delineando os resultados apresentados no capítulo subsequente a este.

De posse de três fontes distintas de coleta de dados, ou seja: (i) observação dos eventos, (ii) análise de documentos, e (iii) entrevistas realizadas, realizou-se a triangulação dos dados, combinando os dados de natureza distinta para que fosse possível responder aos objetivos estabelecidos na introdução desta dissertação.

A partir da análise criteriosa dessa triangulação, tem-se, a seguir, a análise e discussão dos resultados dos dados coletados.

## 4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo dedica-se à análise e discussão dos resultados obtidos por meio das entrevistas realizadas com gestores de fundos de *venture capital* atuantes no mercado brasileiro. Foram entrevistados também stakeholders do ecossistema dessa indústria, na busca da complementariedade das informações coletadas nas entrevistas com os gestores.

Este processo gerou um conteúdo que foi analisado e organizado para subsidiar o objetivo precípua deste estudo que é **a análise de fatores críticos na tomada de decisão dos gestores de *venture capital* ao analisarem potenciais investimentos no mercado brasileiro.**

Estes resultados estão em sintonia com a literatura científica que discute o tema. Neste sentido, Gompers e Lerner (2016) e Gompers, Kaplan e Mukharlyamov (2015) apontam que o futuro da temática está atrelado a investigações acerca do papel do gestor de fundos de *venture capital* neste contexto, razão de existir desta dissertação.

Com base neste propósito, as análises dos resultados obtidos durante a pesquisa de campo estão estruturadas da seguinte forma: (i) **o ecossistema de *venture capital* no Brasil**, que busca entender os atores envolvidos neste contexto, bem como as relações entre eles e natureza das mesmas; (ii) **etapas do processo de investimento**, visando entender as etapas existentes; (iii) **fatores críticos à tomada de decisão dos gestores**, como os achados da pesquisa permitiram elencar alguns fatores críticos que norteiam a tomada de decisão dos gestores, orientando sua participação no processo de investimento; (iv) **fatores incentivadores de investimentos**; e (v) **fatores inibidores de investimentos**.

### 4.1 O ECOSSISTEMA DO VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Nesta subseção, discute-se a formação do ecossistema do *venture capital* no Brasil, visando entender os atores envolvidos neste contexto, bem como as relações entre eles e natureza das mesmas. Visa entender, ainda como a formação desse ecossistema interfere na tomada de decisão dos gestores de *venture capital* por investir no mercado brasileiro.

O ecossistema do *venture capital* no Brasil está em fase de amadurecimento, haja vista que se trata de uma indústria recente quando comparada com mercados mais maduros, como Estados Unidos, Israel e China, por exemplo. Contudo, com pouco mais de 20 anos, este ecossistema, na última década, vem apresentando resultados a níveis internacionais, com o surgimento dos primeiros unicórnios, como são conhecidas as empresas com avaliação de mercado superior a 1

bilhão de dólares (ABVCAP, 2019). É consenso entre os participantes da pesquisa esse cenário de desenvolvimento no Brasil, conforme a fala do Entrevistado 17: *"Essa indústria é muito nova ainda no Brasil, estamos todos aprendendo, os cases ainda são poucos no Brasil, e nós criamos o jeito brasileiro de fazer venture capital, porque o jeito americano já existe a mais de 60 anos. Estamos 50 anos atrás desse processo"*.

No Brasil, por questões da legislação societária, tributária e fiscal, ligadas ao fator cultural, o *venture capital* apresenta algumas idiossincrasias em relação a ecossistemas mais desenvolvidos, o que o mercado apelida de "a jabuticaba brasileira", ou o jeito "à brasileira", ou seja, próprio, de fazer *venture capital*. Exemplo desse fato é que, apesar de os fundos de investimento possuírem registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas, CNPJ, não possuem personalidade jurídica, sendo constituídos sob a forma de condomínio de ativos conforme instrução CVM 555/14º art. 3º.

As opiniões dos entrevistados a respeito das intervenções da CVM chegam a ser divergentes, como as falas dos entrevistados a seguir: Entrevistado 1: *"A CVM não intervém, ela é apenas um órgão fiscalizador, regulador"*. Entrevistado 17: *"A CVM nos engessa em muitas coisas, o fundo muitas vezes não consegue agir rápido após a tomada de decisão, porque temos de seguir os regulamentos, aí tanto da CVM, como o próprio regulamento do fundo"*.

Nos Estados Unidos, os *limiteds partiners* (LPs), investidores institucionais, são a própria estrutura legal para o *venture capital*, tendo como principal vantagem a tributação dos lucros serem sobre essa estrutura. No Brasil, não existe essa estrutura legal direta com os investidores, sendo que os fundos de investimento possuem estruturas legais próprias, tributadas nesse nível de estrutura (CARVALHO; NETTO; SAMPAIO, 2014). Esse aspecto tributário é ressaltado pelos entrevistados, conforme fala do Entrevistado 1:

"A tributação no Brasil ainda é desmotivadora nessa indústria, se paga o mesmo imposto nesse investimento, mesmo com todo o risco de vários anos, tem o risco de não dar certo, com toda a iliquidez, a legislação é complicada, enfim, o modelo de tributação teria de modificar".

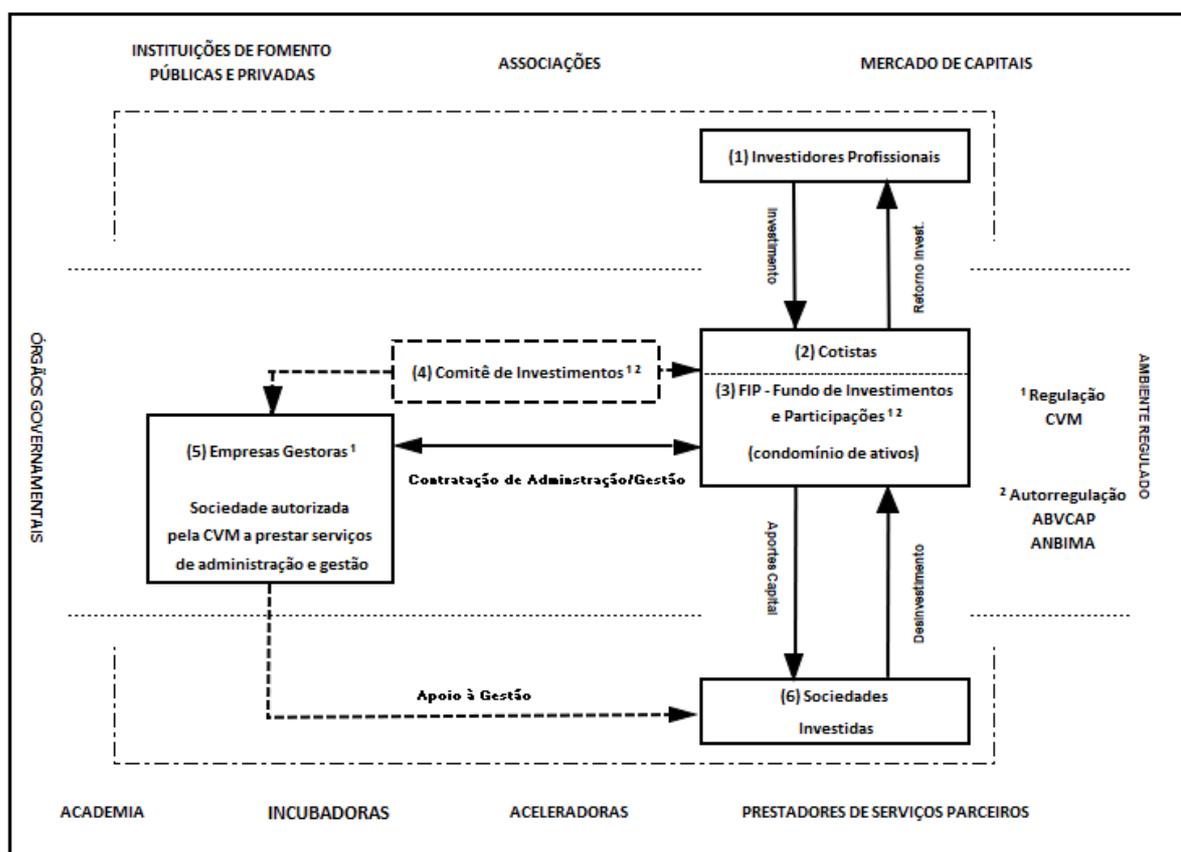
Carvalho, Netto e Sampaio (2014) estudaram a evolução da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, apontando suas principais idiossincrasias, a saber: (a) a participação de investidores no processo de investimento, atuando diretamente ou através de comitê de investimento, sendo que sua interferência varia significativamente dependendo do tipo de maioria necessária para uma decisão no comitê; (b) a ausência de aquisições alavancadas, já que, devido ao mercado não possuir crédito de longo prazo prontamente disponível, o acesso a crédito é restrito;

(c) o controle compartilhado do portfólio de empresas investidas; e (c) uso de direitos especiais para compensar a falta de controle acionário.

A composição do quadro de indústria recente, ambiente regulado e idiossincrasias de outras ordens dá origem a uma estrutura de *venture capital* peculiar no Brasil. Contudo, Carvalho, Netto e Sampaio (2014) apontam que uma das principais mudanças observadas no estudo foi o aumento da eficácia dos gestores no processo de seleção de empresas investidas, evidenciando que os fatores críticos têm sido mais bem analisados. Uma das principais justificativas para uma análise da estrutura do *venture capital* no Brasil é auxiliar no entendimento das idiossincrasias existentes nesse mercado em relação a países onde essa indústria é mais desenvolvida, aprimorando o processo de análise para a seleção de investimentos.

O *venture capital* tem uma estrutura típica no mundo formada por quatro atores principais, conforme Hellmann, Puri e Rin (2011): (i) investidores institucionais; (ii) fundos de investimentos; (iii) empresas gestoras dos recursos e (iv) as empresas investidas, conforme demonstrado na Figura 1 do referencial teórico. No Brasil, a configuração da indústria de *venture capital* segue essa estrutura típica segundo ABVCAP (2019), apresentada na Figura 2 do referencial teórico.

Baseando-se nas pesquisas realizadas e principalmente nas observações colhidas em campo, criou-se a Figura 10, que retrata a formação de um **ecossistema brasileiro de *venture capital***, que abriga a estrutura em que essa atividade se desenvolve no cenário nacional, trazendo em evidência a figura do comitê de investimentos, sinalizando um ambiente de regulação, e outros atores como instituições financeiras de fomento públicas e privadas, associações, órgãos governamentais e reguladores, a academia, entre outros parceiros prestadores de serviços como empresas de auditoria, advocacia, etc.

Figura 10 - Ecossistema brasileiro de *Venture Capital*

Fonte: elaboração própria.

A Figura 10 ilustra os atores do ecossistema brasileiro de *venture capital*, bem como as relações entre os mesmos, onde: (1) os investidores, adquirem cotas, passando a condição de (2) cotistas de um (3) Fundo de Investimento e Participações, FIP, podendo em conjunto com os cotistas formar (4) o comitê de investimentos, e contratam (5) empresas gestoras para a administração dos ativos do fundo, que tem a responsabilidade inerente aos investimentos do fundo, onde, mediante aprovação do comitê, serão aportados recursos do mesmo em (6) sociedades investidas, passando à posição de acionistas dessas empresas que, após o período de investimento, havendo retorno, devolvem ao fundo, através do desinvestimento, os retornos que serão repassados aos investidores iniciais.

Orbitam nesse ecossistema outros atores, os quais foram citados nas entrevistas, que se destacou na Figura 10: instituições de fomento públicas e privadas; órgão governamentais de regulação e controle; associações diversas; prestadores de serviços parceiros; e o mercado de

capitais do país. Cada um dos atores possui papel específico dentro do ecossistema, tema que será explorado a seguir.

Os **investidores institucionais**, nominados na instrução CVM 554/14, art. 9ºA, como investidores profissionais, no Brasil, podem ser: instituições financeiras, companhias seguradoras; sociedades de capitalização; pessoas físicas ou jurídicas, com investimentos aplicados superiores a R\$10 milhões de reais; entidades de previdência complementar; fundos de investimento; clubes de investimentos; administradores de carteira; e investidores não residentes.

O papel dos investidores institucionais no ecossistema é o incentivo à inovação. Em detrimento de investir em investimentos tradicionais, líquidos, de curto e médio prazo, com transações padronizadas em mercados organizados, investem nesse investimento alternativo, ilíquido e de longo prazo, com regulamentos não muito padronizados, aliando esse incentivo em busca de maiores retornos.

Embora o foco deste trabalho sejam os gestores, foram entrevistados investidores institucionais que investem nessa classe de ativos, como o Banco de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE) e o Fundo de Financiamento de Estudos e Projetos e Programas (FINEP), através de gestores vinculados à área de planejamento e investimento desses órgãos. O trecho da Entrevista 18 é representativo desta discussão:

"Como banco de desenvolvimento, nosso papel é apoiar o desenvolvimento de todo o ecossistema. O banco tem uma função social de promover esse desenvolvimento, obvio que com responsabilidade, visando também ter resultado financeiro, mas o banco tem uma preocupação focada em promover o desenvolvimento, além da questão financeira e de rentabilidade".

Tanto os bancos de desenvolvimento públicos nacionais como a financiadora de estudos, projetos e programas, desempenham papel fundamental no *venture capital* no Brasil. O BRDE tem sido um parceiro que apoia e acompanha o desenvolvimento de projetos para aumentar a competitividade de empreendimentos de todos os portes na região sul do país e é uma referência em financiamentos de longo prazo para investimentos (BRDE, 2019). Por sua vez, a FINEP é destinada a financiar os estudos e programas necessários à definição dos projetos de modernização e industrialização e conta com recursos do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento e da USAID, *United States Agency for International Development* (FINEP, 2019).

O impacto desses atores para o ecossistema reside principalmente no fato de os bancos comerciais brasileiros oferecerem apenas dívida com juros elevados e de curto prazo, sendo esses

mecanismos de desenvolvimento social, além de constituírem-se em investidores institucionais de indústria de *venture capital*, são a única fonte significativa de dívida de longo prazo (CARVALHO; NETO; SIQUEIRA, 2017). Observou-se nos relatos dos entrevistados a dificuldade de se conseguir acesso a captação de dívida, conforme fala do Entrevistado 11:

“As empresas precisam captar dívida também, não só captar equity via sócios, mas também dívida, mas o que acontece, esse deveria ser um dinheiro barato, mas o que vemos as vezes é que, ou é muito caro, ou nem existe esse dinheiro, esse recurso”.

Na sequência, é importante discutir o papel dos investidores como **quotistas de fundo** nesse ecossistema. No Brasil, o investidor de *venture capital*, por força regulamentar, ao investir num FIP, passa a ser quotista do fundo, ou seja, passa a ter cotas do fundo. Os investidores de um fundo de investimento no Brasil são titulares de cotas que representam o seu co-investimento em ativos pertencentes ao fundo de investimento. A fala do Entrevistado 17 demonstra a relação do quotista com o ecossistema:

"Nós gestores temos de enviar as decisões para as assembleias de quotistas, para eles tomarem as decisões por investir ou não investir, né; enquanto que nos EUA essa tomada de decisão é única e exclusivamente do gestor né; aqui no Brasil não, o gestor tem que passar a decisão por uma chancela superior e só após aprovado é que poderá ser realizado o investimento, o que torna o processo um pouco mais lento; poucos gestores conseguem tomar as decisões de forma 'direta'".

Esse ator tem impacto importante no ecossistema do *venture capital* brasileiro, sendo considerado como uma das principais idiossincrasias, desempenhando um papel por força regulamentar e que a princípio, irá compor o comitê de investimentos, sendo que a titularidade das cotas do fundo não concede aos investidores propriedade direta sobre os ativos do mesmo, de modo que os investidores geralmente possuem direito sobre a carteira de investimento do fundo como um todo proporcionalmente ao número de cotas detidas por cada investidor.

Outro importante ator social neste ecossistema consiste no **Fundo de Investimento e Participações**, o FIP, que funciona seguindo a legislação brasileira e depende de prévio registro na CVM. São constituídos na forma de comunhão de ativos, detidos pelos quotistas do fundo sob a forma de condomínio e estão sujeitos ao código de melhores práticas autorregulado pela Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, ABVCAP e para Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, ANBIMA.

Os fundos não são organizados na forma de pessoa jurídica, sendo que não há uma estrutura societária por trás dessa comunhão de ativos, os quais são detidos por intermédio da estrutura de

um fundo de investimento. No entanto, os fundos possuem deveres e obrigações perante terceiros, como com seus quotistas, órgão reguladores e fiscalizadores, podendo agir ativa e passivamente em juízo.

Embora os fundos reúnam recursos desse conjunto de investidores, é importante ressaltar que nem todo FIP é voltado a investimentos em *Private Equity* e/ou *Venture Capital*, podendo ser constituídos para outras finalidades, como planejamento sucessório, tributário, etc. A característica objetiva do que efetivamente é um veículo de *venture capital* ficou definida na instrução CVM 579/16 através de uma distinção contábil classificada como EI – Entidade de Investimento, ou N-EI – Entidade de Não Investimento, com características que demandam uma análise de cada estrutura para qualificá-la (ABVCAP, 2019), o que foge ao objetivo precípuo dessa pesquisa, sendo que a mesma se atém ao papel do FIP no ecossistema. A seguir, um trecho da Entrevista 6 revela o papel do FIP.

"O FIP é resultado de uma regulação da CVM. Na prática ele é um CNPJ que recebe dinheiro de diversas fontes, que são os acionistas desses fundos que contratam um gestor para gerir esses fundos, que por sua vez são os responsáveis em captar recursos, prospectar as empresas para realizar os investimentos dos recursos dos fundos e depois desinvestir e retornar os resultados ao fundo".

O impacto desse mecanismo no ecossistema do *venture capital* brasileiro desempenha um papel por força regulamentar, mas que tende a melhorar as práticas de governança corporativa nas empresas investidas. Os fundos buscam investir em companhias que já se preocupam com práticas de boa governança corporativa, sendo que as mesmas alinham os acionistas e a administração da companhia, de forma que decisões sejam tomadas no melhor interesse da companhia, melhoram a qualidade da informação disponível, diminuem o custo do endividamento, reduzem os riscos em geral e minimizam os riscos de fraude.

Os quotistas do fundo, que são os investidores institucionais, esses podem, em assembleia geral, deliberar sobre a criação de um **comitê de investimentos**, que tem a responsabilidade de compartilhar com o gestor as decisões inerentes aos investimentos do fundo. O comitê de investimentos é formado por membros investidores, e deliberam, dentre outros aspectos, acerca de investimentos e desinvestimentos.

A existência, composição e o funcionamento desse comitê devem ser definidos no regulamento do fundo, o qual deve dispor, ainda, sobre sua forma de constituição, os quóruns de instalação e deliberação, os mecanismos de aprovação de aquisição e vendas de ativos do fundo.

Contudo, essa relação com o comitê evidencia algumas tensões no ecossistema de *venture capital* brasileiro, conforme cita o Entrevistado 7:

"Na média nossa relação com os investidores institucionais é um relacionamento bastante burocrático com muitas regras estabelecidas, comitê de investimento, toda decisão de fazer investimento, desinvestimento, passa pela deliberação desse comitê de investimentos, e aí temos uma interação bastante frequente nos períodos de investimento e depois de desinvestimento para discutir com eles e levar toda a sensibilidade de informação para a tomada de decisão que não é individual deles, é do comitê dos quotistas".

Identificado como uma das idiosincrasias do *venture capital* brasileiro, o comitê para o ecossistema desempenha um papel, por força regulamentar, com seus efeitos ainda pouco estudados pelo que se conseguiu nas bases de dados acessadas, corroborando Carvalho, Neto e Siqueira (2017), que analisaram os efeitos da participação dos investidores institucionais nos comitês de investimento relacionados ao sucesso de investimentos em *private equity* e *venture capital* no Brasil, e concluíram que os fundos com comitê de investimentos apresentam desempenho inferior aos que não possuem os comitês. As causas diretas desse desempenho não são apresentadas no trabalho supracitado.

Os gestores entrevistados entendem que a existência de um comitê de investimentos assegura um maior controle sobre os investimentos, embora retarde alguns processos decisórios, o que pode comprometer resultados. Observou-se nas falas de alguns gestores essa preocupação, conforme citado pelo Entrevistado 1:

"A gestão do *venture capital* no Brasil é mais inflexível do que no exterior; aqui o gestor não tem autonomia como lá; aqui o gestor está sujeito a um comitê de investimentos, ou seja, ele pode estar convicto de que o investimento é bom, porém se o comitê entender que não, eles não aprovarão o investimento. Lá fora o gestor tem autonomia e não precisa passar por comitê. Lá ele prospecta, analisa e tem a liberdade de investir o dinheiro no negócio".

Questionados, os gestores apontam que é difícil encontrar um FIP que envolve investimentos em *venture capital* que não preveem em seu regulamento a existência de um comitê de investimentos, com a responsabilidade de compartilhar as decisões de investimento com o gestor. Todavia, foi apontado que essa cultura vem sofrendo modificações nos últimos cinco anos, principalmente com a entrada de investidores com características de investidor privado, o que se evidencia na fala do Entrevistado 7, "*na fase que estamos vivendo, você tem mais participação de investidores privados, famílias, pessoas, enfim, e essa cara quer estar longe da figura de um comitê, ele não quer estar mais amarrado, vinculado com um comitê*".

De toda forma, é constituído o FIP, realizado os investimentos e os quotistas repassam a gestão às **empresas gestoras**, que são contratadas para serem responsáveis pela gestão da carteira de investimentos do FIP e podem atuar ainda como administrador responsável pela administração fiduciária do fundo. Segundo o Entrevistado 13, a atuação destas empresas configura um serviço: *"Nós somos prestadores de serviços, nós fazemos administração de recursos de terceiros, ponto final. Isso é um serviço"*.

As gestoras são empresas especializadas no gerenciamento dos ativos e o gestor tem um papel de prestador de serviços, com o principal objetivo de retornar ao investidor o capital investido com retornos maiores do que se fossem investidos em investimentos tradicionais. A empresa gestora atuará nas etapas, que vão desde a prospecção e seleção das empresas a serem investidas até a saída no negócio através do desinvestimento. Todo esse processo pode levar até dez anos ou mais – não há um prazo específico – entre investimento e desinvestimento. O Entrevistado 1 fala sobre os objetivos das empresas gestoras:

"O gestor de *venture capital* na verdade é um Prestador de Serviços, que faz desde a captação de recursos até o investimento e desinvestimento nas empresas do portfólio. E nosso objetivo é entregar retorno, não existe número mágico. Se for para ganhar igual ao que o mercado oferece através de outras alternativas, os investidores não investem em fundos de *venture capital*".

Para Carvalho, Netto e Sampaio (2014), duas das atividades mais importantes dos gestores de *venture capital* durante o processo de investimento são o monitoramento e a agregação de valor, sendo que ambas as atividades exigem proximidade entre os gestores e as empresas investidas. O papel do gestor é impactante nessa indústria, sendo que sem retorno não haverá atratividade, o que inibirá novos investimentos e, conseqüentemente, o desinteresse por esse tipo de investimento.

As **empresas investidas**, por sua vez, são as que recebem os investimentos dos fundos. A seleção dessas empresas levará em conta, além da tese de investimento do fundo, uma série de fatores que serão discutidos no item 4.3 desse trabalho. Dependendo do estágio da empresa, pode constituir-se de um único empreendedor, detentor de uma boa ideia, um produto ou serviço já testado em fases iniciais, até empresas mais maduras em fase de crescimento já com um produto validado pelo mercado que abrange.

Na busca da complementariedade das informações coletadas nas entrevistas com os gestores, que é o foco do trabalho, foram entrevistados alguns dos **stakeholders** identificados que interagem diretamente com esse ecossistema, que se passa a transcorrer a seguir.

Fundada no ano 2000, a **Associação** Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, ABVCAP, atua em prol do desenvolvimento do mercado de investimento de longo prazo no Brasil nas modalidades abrangidas pelos conceitos de *Private Equity*, *Venture Capital* e *Seed Capital*. O Entrevistado 10, representante da ABVCAP, relatou o seguinte:

"Nosso papel como associação é o de representação e fomento, independente do estágio do capital empreendedor. A cadeia é importante como um todo, pois quando olhamos especificamente para o *Venture Capital* temos que olhar para o que vem antes dele, pois se o que vier antes não for bom vai chegar no venture e não haverá *pipeline*. Existe uma grande parceria entre todos membros do ecossistema".

Os gestores entrevistados ressaltaram a importância do papel da ABVCAP no fomento do ecossistema como um todo, viabilizando a educação continuada e disseminando informações sobre a importância dessa indústria para o desenvolvimento da economia do país, conforme indicou o Entrevistado 11: "*Precisamos ter melhores condições para as startups, e além disso continuar a se fazer tudo o que já que se está fazendo na indústria brasileira, por exemplo, o trabalho realizado pela ABVCAP, congressos que são realizados, encontros, reuniões*".

Os entrevistados relataram que o trabalho no mercado de *venture capital* promovido pela ABVCAP possibilita o contato direto com representantes desse universo de empreendedores, o que, de outra forma, não seria possível. Os gestores apontam como bastante enriquecedor esse intercâmbio, no qual aprendem com a troca de informações, além de compreender como a inovação surge e como seu impacto é mensurado.

O impacto desse ator para o ecossistema foi reconhecido pelos entrevistados dessa pesquisa, e constatou-se também ao longo dos trabalhos pesquisados, artigos, publicações, teses, referências à associação. Como entidade representativa, a ABVCAP defende os interesses dos integrantes da indústria junto a instituições públicas e privadas, nacionais e estrangeiras, em busca de políticas favoráveis ao fomento desses investimentos no Brasil. Destaca-se, na missão da ABVCAP, sua integração estratégica ao mercado de capitais, como propulsor de empresas das bolsas de valores. O representante da bolsa de valores B3, Entrevistado 14, citou o apoio institucional que oferecem à ABVCAP: "*O venture capital nós acabamos fomentando através de parceiros estratégicos como a ABVCAP, patrocinando alguns eventos como congressos, conferências, etc.*".

Como citado, outro stakeholder entrevistado foi a **bolsa de valores** oficial do Brasil, a B3. Sediada em São Paulo/SP, é uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro no mundo, com atuação em ambiente de bolsa e de balcão. Sendo um dos objetivos dos

investimentos em *venture capital* conseguir ter saídas, desinvestimentos exitosos ao final do período de investimento, torna-se mais realizável contando com um mercado de capitais atuante, forte e desenvolvido. O representante da B3 entrevistado relatou o seguinte:

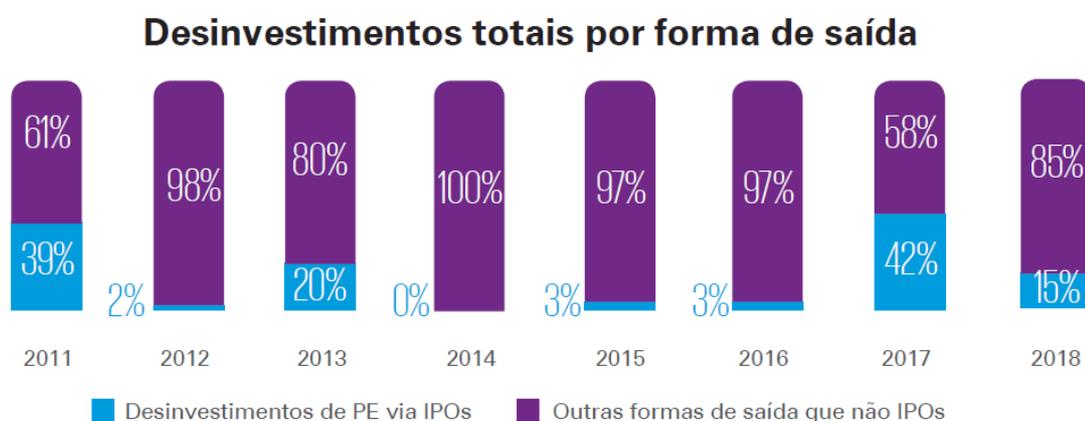
"Hoje enxergamos o Private Equity e *Venture Capital* como estruturadores fundamentais para o mercado de capitais. Nos últimos 5 anos, 65% dos IPO's que aconteceram no mercado de capitais brasileiro na B3, foram de empresas que eram investidas, então sempre que um gestor entra, seja ele de Private Equity ou de *Venture Capital*, ele entra numa companhia para valorizá-las e depois de um determinado período, como ele precisa sair daquela companhia para retornar o capital investido, e normalmente ele consegue fazer isso, ou via M&A ou IPO, então para a B3 o Private Equity e *Venture Capital* são fundamentais para o mercado de capitais" (Entrevistado 14).

Primeiramente, torna-se importante destacar, conforme apontado por Leonel (2019), que apesar do foco distinto, grande parte dos dados disponíveis sobre a indústria de *venture capital* no Brasil tende a ser agregado aos dados da indústria de *private equity*. Essa dificuldade é encontrada tanto no censo mais completo já feito sobre as atividades de *private equity* e *venture capital* no Brasil, o 2º Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, quanto nos relatórios consolidados publicados anualmente pela ABVCAP em parceria com a KPMG. O foco desta pesquisa é o mercado de *venture capital*, mas, em se tratando de mercado de capitais, ele é totalmente beneficiado pela expansão do mesmo, ou seja, as saídas via IPO de investidas por fundos de *private equity*, influenciam diretamente o do mercado de *venture capital*.

É unanimidade entre os gestores entrevistados que um mercado de capitais bem desenvolvido é essencial para o amadurecimento do ecossistema de *venture capital*, e que o mercado brasileiro ainda é restrito quando comparado a países com ecossistemas mais maduros, mas que esse quadro tem mudado e se tem boas perspectivas para os próximos anos, conforme trecho do Entrevistado 7: "*As saídas no Brasil não são fáceis, mas estão muito melhores que a alguns anos atrás, então a movimentação de novos investimentos, de novas rodadas que permitem a saída de um investidor pré-seed, a venda está muito mais fluída*".

A Figura 11, elaborada pela KPMG com dados da B3 e publicada pela ABVCAP (2019), mostra os desinvestimentos totais por forma de saída do período de 2011 a 2018, via IPOs.

Figura 11 - Desinvestimentos totais por forma de saída



Fonte: B3

Fonte: elaborado pela KPMG, publicado pela ABVCAP (2019).

Pode ser observado na Figura 11, corroborando a fala do Entrevistado 7, de que há no mercado uma melhora das saídas via IPOs nos últimos anos. De 0% de desinvestimentos via IPO em 2014, para 42% em 2017 e 15% em 2018, demonstra essa melhora.

O **ambiente acadêmico** é o nascedouro de todo esse movimento e, de alguma forma, mesmo que ainda não ideal, a academia vem contribuindo para a disseminação do empreendedorismo em suas grades curriculares, o que há 20 anos atrás não era comum ou tampouco existia, relataram alguns gestores.

Na atualidade, os empreendedores podem contar com incubadoras e aceleradoras para o desenvolvimento de seus projetos até serem interessadas por investimentos *pré-seed*, *seed* e posteriormente por fundos de maior envergadura. Foram entrevistados gestores que atuam também na área acadêmica, contexto que aponta muitas carências a serem preenchidas, conforme explica o Entrevistado 19: *"Um gargalo hoje para mim, além do aspecto específico capacitação e mercado, é não temos uma noção clara, e aí eu acho que isso a academia poderia trabalhar, da importância do network, de você conhecer as pessoas certas e de resolver os problemas certos"*.

Fica evidente nas entrevistas realizadas com os gestores e stakeholders que o ecossistema de *venture capital* no Brasil vem evoluindo, principalmente nos últimos cinco anos, e que há um envolvimento de todos os atores componentes desse ecossistema no sentido de acelerar esse processo para os próximos anos.

Partindo da estrutura básica formada por três atores principais, investidores, gestoras dos fundos e empresas investidas, até os outros atores, como instituições financeiras de fomento públicas e privadas, as associações, os órgãos governamentais e reguladores, a academia, os parceiros prestadores de serviços e o mercado de capitais como um todo, identifica-se na análise da formação do ecossistema de *venture capital* no Brasil uma rede de relacionamento onde um ator complementa o outro para cumprir com seus objetivos.

A análise da estrutura e do funcionamento do ecossistema de *venture capital* permite que esta dissertação avance no sentido de conhecer o processo de investimento, tema discutido na próxima subseção deste capítulo.

#### 4.2 PROCESSO DE INVESTIMENTO

Esta seção apresenta o processo de investimento, concernente às etapas que vão desde a originação do interesse por investir em determinado projeto até o monitoramento pós-investimento por parte das empresas gestoras de *venture capital*.

Verificou-se que não há uma regulamentação ou legislação que trate especificamente desse processo. Os achados da pesquisa demonstram que os gestores acabam seguindo quase as mesmas etapas, contudo cada empresa gestora estabelece seu próprio processo de análise de investimentos. Cada gestor tem sua própria metodologia de análise, muito embora recorram a ferramentas semelhantes, como análise do modelo e plano de negócios, fluxos de caixa presente ou futuro e em alguns casos *valuations*, para a tomada de decisão.

Cada gestor implanta suas estratégias de abordagens que podem ser tanto estratégias ativas, onde o gestor acessa sua rede de contatos em busca da prospecção de oportunidades para investir, quanto estratégias passivas, através de recomendações de terceiros, onde os gestores são procurados por potenciais investidas via indicações. A fala do Entrevistado 16 ilustra este cenário.

"Nós nos utilizamos de uma metodologia proprietária, que foi desenvolvida 'em casa', é uma metodologia que usamos, mas não posso abrir exatamente o que olhamos. Na nossa política de investimentos, essa ferramenta acaba num primeiro momento até virando um plano de ação e execução com base na coleta que fizemos ao longo do processo de avaliação".

Esta fala implica que, para a tomada de decisão por investir em empresas, as metodologias, as métricas utilizadas pelos diversos gestores de *venture capital* podem variar de acordo com a expertise do gestor, suas habilidades e experiências, além do suporte de uma equipe de apoio, o

que reforça a importância do *networking*, sua rede de contatos e relacionamentos, oportunizando a busca dos melhores parceiros.

Através das entrevistas, verificou-se que o processo de investimento dos fundos de *venture capital* depende muito da fase em que se encontra a rodada de investimentos, se com *startups* que estão em busca do primeiro aporte ou com empresas mais maduras que estão na segunda, terceira rodada de investimentos, sendo que pode variar até alcançar o desinvestimento a um prazo mínimo entre 4 a 5 anos para as *startups* iniciais, ou até 10 anos, ou mais, para as empresas em rodadas mais à frente. O que na prática se observou é que esse processo de investimento, independente do estágio em que se encontra a empresa, possui ao menos cinco etapas semelhantes até a saída, conforme Quadro 7.

Quadro 7 - As etapas do processo de investimento

ETAPAS	DESCRIÇÃO
1. ORIGINAÇÃO	Fase inicial de prospecção na busca de boas ideias e projetos com acesso ao fluxo de negócios através da rede de contatos ou pela procura por parte de empreendedores.
2. ANÁLISE	Análise das oportunidades de investimento recebida documentalmente de forma detalhada.
3. PRECIFICAÇÃO	Análise e acerto do valor da oportunidade de investimento com a definição do valor da empresa.
4. NEGOCIAÇÃO	Firmar a parceria através de um contrato que define a participação dos novos sócios através do investimento negociado.
5. MONITORAMENTO	Iniciada a parceria, o novo sócio passa a monitorar a execução das metas estabelecidas para o crescimento do negócio até a saída, o desinvestimento.

Fonte: elaboração própria.

Dentro de cada uma dessas etapas, há pontos específicos a serem tratados, como a negociação da participação societária, a análise do comitê de investimentos, a realização de *due diligence* e a realização de auditorias legais, entre outras. Há, ainda, o pós-investimento, o acompanhamento da criação de valor, a implantação de governança corporativa, até o momento da saída, do desinvestimento, segundo relata o Entrevistado 1: "*O período de investimento em média tem 8 anos, onde a metade do período é a fase de investimentos e a outra metade a fase de desinvestimento*".

Nas etapas iniciais de originação, devido ao risco envolvido no investimento e aos retornos exigidos pelos investidores, os gestores salientam que o processo de seleção dessa indústria apresenta um funil muito grande, com baixíssimo percentual de investimento em relação ao início da prospecção, o que corrobora com a revisão da literatura. A fala do Entrevistado 1 é ilustrativa dessa questão: *"Essa indústria tem um funil muito grande. Num último fundo, contatamos ou fomos contatados por cerca de 500 empresas, dessas, análise de fato mesmo se fez numas 100, e dessas 8 foram investidas"*.

A fala do Entrevistado 1 acima reforça o que se identificou na revisão bibliográfica, quando o estudo da ABVCAP (2011) apontou que apenas 1% do total de empresas prospectadas recebem de fato investimentos. Na mesma linha, Gompers, Kaplan e Mukharlyamiv (2015) afirmam que, ao final do processo, os gestores de fundos fecham negócio de fato com apenas 6% do total. Ainda, Gompers *et al.* (2016) revelaram que, embora o processo seletivo seja bastante conhecido pelos gestores, pouco se sabe sobre a proporção relativa de oportunidades que chegam a um determinado estágio do funil de negócios onde o percentual de empresas investidas encontrado foi de 4%.

Quanto aos motivos pelos quais há um índice baixo de investimento ao final do processo de seleção, pode haver relação com alguns dos fatores críticos analisados pelos gestores quando da tomada de decisão por investir, apontados no subitem 4.3, considerando que esses fatores tanto podem favorecer a iniciativa por investir, quanto desvelar debilidades que inibam o investimento, e isso justifica sua análise. No subitem 4.5, os entrevistados apontam fatores inibidores de investimento nessa indústria, o que de alguma forma também pode contribuir com o baixo índice de investimentos ao final do processo seletivo.

#### 4.3 FATORES CRÍTICOS À TOMADA DE DECISÃO DOS GESTORES

Os fatores críticos consistem nos aspectos que, uma vez identificados, o gestor tem a prerrogativa de decidir por investir ou não, ou seja, ele tem certo poder de decisão por dar continuidade na orientação favorável ou não ao investimento, que será em última instância, quando existente, apreciado pelo comitê de investimentos.

Os achados da pesquisa permitiram elencar alguns fatores críticos que norteiam a tomada de decisão dos gestores, orientando sua participação no processo de investimento. Dos aspectos que são analisados pelos gestores para a tomada de decisão por investir em empresas no mercado

brasileiro, um aspecto ficou em evidência e corrobora a revisão de literatura, é o fato de que investir em *venture capital* é investir em pessoas.

O Entrevistado 13 citou que “*as pessoas são seres humanos no final do dia*”, ou seja, por mais inovador que seja o produto ou serviço, por mais sofisticadas que sejam as ferramentas de análise e, posteriormente, de acompanhamento e controle, o processo de investimentos, especialmente no início, envolve pessoas. Dessa forma, a jornada para a tomada de decisão por investir passa por uma análise criteriosa de fatores relacionados aos valores humanos em primeiro lugar.

As pessoas são o pilar mais importante nas fases iniciais dos projetos. Quanto mais inicial for a empresa, o *venture capital* estará investindo mais em pessoas do que na tecnologia ou no potencial de mercado propriamente ditos. Considerando que o investimento em *venture capital* é um investimento de médio a longo prazo e que envolve diversos riscos, a importância de acertar na escolha do empreendedor a ser investido é muito grande, pois será necessária a manutenção de um relacionamento de médio a longo prazo. O Entrevistado 23 fala sobre os riscos deste processo:

"Temos 'n' riscos né, e por isso chamamos de capital de risco – nós temos “n” fatores para analisar: o produto não vingar; o mercado não vingar; a regulamentação mudar; o surgimento de um concorrente com mais grana e passar com o carro por cima de você; tirando esses fatores que no final do dia você não consegue controlar, o que tentamos evitar ao máximo é o risco de escolher os founders errados; tem aquele cara que não está tão engajado, ou o cara que tem má fé; ou o cara não é tão bom quanto ele se vendeu que era, então no final do dia estamos investindo mais na pessoa do que na empresa né; então esse é um fator de risco que ainda precisamos criar formas de evitar ao máximo; é impossível você zerar esse risco, mas vou te falar que é um risco que me tira o sono".

A fala do entrevistado acima corrobora a revisão de literatura sobre o assunto. Gompers *et al.* (2016), pesquisando 885 gestores de *venture capital*, identificaram que, na seleção de investimentos, os gestores consideram a escolha da equipe de gerenciamento mais importante do que as características relacionadas ao negócio, produto ou tecnologia. Neste sentido, a probabilidade de sucesso ou fracasso do investimento está mais relacionada à equipe do que ao negócio.

A seguir, são apresentados e discutidos os principais fatores críticos identificados durante a pesquisa de campo.

### 4.3.1 Análise do perfil do empreendedor

A maior parte dos gestores entrevistados relata que o primeiro fator analisado no processo de tomada de decisão é a análise do perfil do empreendedor. Esses gestores ressaltam que a importância dessa análise antecede a análise do plano de negócios, que poderá ser construído ou reconstruído em parceria entre o empreendedor e a equipe gestora, buscando alinhamento entre a tese do fundo e o propósito do projeto para, na sequência, transportar-se as etapas seguintes, conforme ilustra a fala do Entrevistado 11:

"Diria que no *venture capital* o principal item a ser avaliado é a qualidade do empreendedor, então esse aspecto é muito importante; existe até uma máxima no mercado que diz que: - Mas vale uma ideia mais ou menos com um empreendedor muito bom, do que uma ideia muito boa com um empreendedor mais ou menos; esse ditado nós acreditamos fielmente nisso; primeiro item na análise realmente é quem são as pessoas, qual a qualidade desse empreendedor".

Nessa análise, os gestores não exigem que o empreendedor tenha o conhecimento ou todas as habilidades do nível executivo da empresa, mas analisam se ele tem conhecimento de suas limitações, e, principalmente, se apresentam disposição de construção conjunta, de tomar decisões em conjunto, e que tenha abertura para fazer um reforço na equipe já existente, se for necessário.

Na análise do perfil do empreendedor, os gestores buscam observar principalmente se o empreendedor detém forte conhecimento técnico para desenvolver o produto ou serviço principal do projeto. As demais habilidades serão complementadas com outros profissionais trazidos do mercado para ajudar a desenvolver as demais áreas, comercial e financeira, por exemplo. O perfil do empreendedor que se analisa tem que ter essa abertura, essa atitude de construção conjunta.

Ainda na linha da análise do perfil do empreendedor, surge outro fator crítico bastante citado pelos gestores, e que, em alguns casos, acabam inibindo os investimentos na fase de análise por conta do risco envolvido, que é investir em **empresas que tenham um único empreendedor**, conhecido como *solo founder*. Em uma experiência desta natureza, o Entrevistado 17 conta: "*investimos em alguns negócios que acabaram ficando com um empreendedor só, e isso para nós foi péssimo, é uma experiência que nós não vamos querer experimentar mais, ter apenas um empreendedor*".

Os gestores que apontaram esse fator discutem que investir numa empresa de um único empreendedor tem um risco elevado, pois podem acontecer muitas coisas com esse empreendedor, que pode desistir de continuar com o projeto ou pode não querer mais por diversos motivos. E

também porque hoje tudo acontece em comunidade, observam a fala do Entrevistado 23, “ninguém mais faz nada sozinho, por melhor que sejamos, precisamos de troca de experiências”.

Alguns gestores relataram que não investem nos empreendimentos onde o empreendedor principal detenha mais de 90% de participação no capital, porque, às vezes, os outros sócios são apenas de “fachada”, como na fala do Entrevistado 2: “nós deixamos claro que não investimos nos empreendimentos onde o empreendedor principal detenha mais de 90% de participação no capital, porque, às vezes, os outros sócios são apenas de “fachada”, evitamos esses casos”. Os gestores buscam evitar tipo de composição societária, como explicitou o Entrevistado 15.

“Não investimos em empresas que tenham um empreendedor só, isso nós não fizemos; dificilmente um fundo de *venture capital* vai investir numa empresa que tem um empreendedor que tem o controle total da empresa e que não tem com quem dividir, ele não tem autonomia completa; dificilmente hoje isso passa, e os empreendedores sabem disso então eles estão formando times porque eles não conseguem de fato “jogar um campeonato sozinhos”, né”.

Identificou-se, contudo, que o próprio mercado está “resolvendo” essa questão de se ter apenas um empresário, dono do negócio, o *solo founder*, sendo que tal perspectiva está totalmente alinhada à percepção da necessidade do *networking* nesse ecossistema. Na fala de um entrevistado, evidencia-se bem essa perspectiva mercadológica.

“Esse negócio do *solo folder*, primeiro é difícil encontrar empresas que sejam *solo folder* hoje em dia, porque não adianta, você vai ter sempre na empresa aquele cara que é de negócios e o cara que é de tecnologia, sempre vai ter; às vezes eu estou montando uma startup só de negócios, mas cara uma hora vou precisar de um cara de tecnologia e ninguém, nenhum cara bom de tecnologia vai largar a empresa dele, vai largar a startup dele para ser meu funcionário, vai querer ser sócio; então no final do dia acho que o mercado está (pausa) ele mesmo está resolvendo esse problema sabe; gente boa junto vai querer participação societária” (Entrevistado 23).

A evidência de que o *networking*, a rede de contatos e de relacionamentos, é fundamental para a tomada de decisão dos gestores por investir em empresas emerge na pesquisa de campo. Assim, conhecer as pessoas certas para a resolução dos problemas, que surgem no transcurso do processo de empreender o projeto, torna-se fundamental. A característica do *venture capital* por investir em inovação requer a solução de muitos problemas tecnológicos, além disso o acesso a universidades, aos institutos no Brasil e no mundo, onde é o nascedouro dessa tecnologia, são essenciais.

Toda essa característica de investimento em inovação une-se ao fato de que investir em *venture capital* é investir em pessoas, em equipes, dado que a capacidade de acesso ao recrutamento de pessoas através de fontes confiáveis de recursos humanos, facilitará em muito o processo. A

escolha de uma gestão confiável, de profissional sério, comprometido, preocupado realmente em fazer o negócio crescer de forma sustentável ao longo do tempo e não apenas fazer resultados rápidos em curto espaço de tempo, faz toda a diferença.

As falas dos entrevistados convergem para essa necessidade de se ter bons contatos, conforme ilustra trecho da entrevista com o Entrevistado 19.

"Um gargalo além do aspecto específico de capacitação e mercado, e para mim hoje não temos uma noção clara, e aí eu acho que isso a academia poderia trabalhar, é a importância do networking. (...) E principalmente no mercado; se você tem gente que pode te ajudar a acessar mercados, ou pode te recomendar quem o faça, isso faz toda a diferença".

Outro fator crítico às decisões relativas ao investimento consiste no **risco de relacionamento**, fator este vinculado ao perfil do empreendedor. Sendo ele só ou uma equipe, a identificação de problemas de relacionamento é fundamental nas fases iniciais de análise, ressaltaram os entrevistados. Os investimentos são de longo prazo, sendo oito anos em média, podendo ultrapassar os dez anos em alguns casos, ou seja, terá que haver uma boa sinergia entre o investido e o gestor do investimento, pois, nesse período, certamente nem tudo será convergente e nem tudo saíra conforme o planejado. Uma única discussão que possa levar a uma ruptura, até mesmo judicial, com certeza comprometerá a execução do projeto e, conseqüentemente, o retorno do investimento, vide relato a seguir.

"Tentamos evitar vários riscos, desde o risco de tentar perceber se o relacionamento vai fluir bem ou mal, então, o *venture capital* é longo prazo, é um casamento, não estamos ali para “flipar” um ativo (fazer giro), para investir agora no início do ano para no final do ano sair, não é assim que funciona, logicamente não fazemos isso; então um dos riscos que tentamos evitar é quando percebemos que tem um desalinhamento, ou não tem uma liga boa entre nós e o empreendedor, se não tem sinergia, se pensamos muito diferente, se temos valores diferentes, então isso se você não der importância, pode ser uma receita para dar errado" (Entrevistado 11).

Os entrevistados relataram que muitos empreendedores não têm “cabeça de sócio” e sim “cabeça de dono”, ou seja, no momento das discussões, discordam das demais opiniões sem muito analisar. Quando os gestores ressaltam que o empreendedor “não tem cabeça de sócio”, isso quer dizer que o empreendedor tem dificuldades para escutar, para buscar conciliar e ter uma visão conjunta, algo que é fundamental no contexto do *venture capital*, no qual, muitas vezes, a maioria dos investidores são minoritários. Neste cenário, ter um sócio autoritário que tem “cabeça de dono” pode ser prejudicial ao processo de investimento. A fala do Entrevistado 3 busca ilustrar como alguns gestores buscam a melhor análise desta questão.

"O perfil do empreendedor que é muito difícil de lidar nós fazemos avaliação comportamental com profissional, isso tudo é muito levado em consideração, pois sabemos que teremos de passar muitos anos convivendo juntos, mais de 5 ou 6 anos, e vamos passar por vários momentos de decisão de pressão, é uma vida inteira juntos, então se logo no começo identificamos que o empreendedor está se demonstrando uma pessoa muito complicada acabamos levando isso muito em consideração na decisão pelo não investimento".

Além dos pontos conflituosos com o possível autoritarismo dos empreendedores, outros aspectos foram citados pelos gestores, os quais são analisados antes do fechamento do acordo de negociações de investimento, tais como: (i) o foco do empreendedor no negócio, que deve ser total, sendo ponto negativo se eles tiverem outra atividade profissional; (ii) o desejo do empreendedor por um salário, ou seja, sua necessidade em ter rendimentos imediatos com o negócio; e (iii) a falta de capacidade do empreendedor na produção de tecnologia, recorrendo à contratação de terceiros.

Na sequência, outro perfil que se torna crítico nas análises aos gestores reside em **empresas de casais**, ou seja, quando os sócios são um casal. Os gestores, que citaram analisar esse aspecto, acabam evitando investir em sócios casais pelos mesmos motivos dos problemas de relacionamento, só que agora com um fator a mais, a possibilidade de desentendimento entre o casal influenciar nos negócios, como falou o Entrevistado 7:

"Evitamos investir em casais, pelos mesmos motivos, de discussões, divórcios, etc.; não que não vamos fazer o investimento, mas vamos tentar trabalhar com negócios que tenham grupos societários, de empreendedores mais diluído, para não eventualmente sucumbir, arriscar muito a viabilidade do negócio se acaso alguém "der pra traz".

Esta fala coaduna com a ideia de que as empresas familiares carregam em si um certo risco, e que, se tratando de casal, aumenta ainda mais. Embora exista a chance de ter sinergia, a exposição ao risco existe.

Em síntese, o que a análise do perfil do empreendedor quer demonstrar é a importância da **complementaridade da equipe da empresa investida**, em outras linhas, como o time de empreendedores está formado. Trata-se de um dos fatores mais importantes no processo de análise para a tomada de decisão por investir, como explica o Entrevistado 4: "*Pessoas, o time, o brilho no olho, a dedicação, a complementariedade, precisamos ver se os técnicos e comportamentais necessários para aquele tipo de negócio estão presentes, então fazemos uma análise criteriosa nesse sentido*".

No mundo da inovação, das *startups*, de fato são as pessoas que fazem o diferencial e o sucesso do investimento. Tem-se o mercado e tem-se o produto, mas são as pessoas que vão fazer

a diferença. Os gestores apontam que boas equipes vão corrigir um eventual desvio do projeto, do modelo de negócios, fazendo surgir em algum tempo uma nova tecnologia. Mas se as pessoas não forem boas e tiver que mudar o modelo, a matriz, dificilmente vão conseguir, como ilustra a fala do Entrevistado 7: “*Quem são os executivos, os empreendedores, os fundadores, que estão tocando aquele projeto, é o que mais olhamos ao definirmos nossa orientação para fazer ou não o investimento*”.

Observou-se, assim, que um dos fatores analisados da maior importância, é a complementariedade das pessoas que estão envolvidas no projeto, se são pessoas que têm capacidade de execução. Os gestores salientam que preferem investir numa ideia que não é tão brilhante, mas que tenha uma brilhante equipe de execução por traz, do que ter uma ideia genial com time de execução desalinhado. O Entrevistado 22 fala sobre essa situação.

"O time; quando falamos time, o que estamos dizendo, a complementariedade do time, se eles têm uma visão um pouco mais plural, então quem são os gestores, quem são os principais sócios; quais são as competências que eles têm e principalmente se essas competências são as que o negócio precisa naquele momento; porque muitas vezes vemos uma série de bons empreendedores, bons executivos, mas que não tem o fit com aqueles desafios que ele está vivendo".

Na linguagem dos negócios, o *fit* (ou *market fit*) citado pelo Entrevistado 22 poderia ser interpretado como a proposição de um modelo de negócio que envolve valor, segmentação de clientes e relacionamento e canais diretos no mercado.

Os gestores entrevistados evidenciam essa preocupação com o alinhamento da equipe com o projeto a ser posto em prática, se está ajustado ao mercado e se a equipe é disposta a ajustar o produto ou serviço oferecido às necessidades dos clientes, caso necessário, sendo esse ponto destacado como importante, onde um produto ou serviço inicialmente nem tão bom poderá ser melhorado por uma equipe alinhada aos propósitos de atender aos ajustes, visando o cliente, sendo que uma equipe desalinhada pode comprometer um produto que teoricamente estaria aderente ao mercado.

Pode-se observar, nas entrevistas, que a análise do perfil do empreendedor, individual ou em equipes, é o aspecto mais relevante na tomada de decisão do gestor de fundos de investimento de *venture capital* no Brasil, o que está consoante com a literatura da área. Kaplan, Sensoy e Stromberg (2004) descobriram que os gestores de *venture capital* se concentram na qualidade da equipe de gerenciamento em suas decisões de investimento e Gompers *et al.* (2016), em similitude, identificaram que, na seleção de investimentos, os gestores consideram a escolha da equipe de

gerenciamento mais importante do que as demais características relativas a produto e mercado, inclusive destacando que a probabilidade de sucesso ou fracasso do investimento está mais relacionada à equipe do que ao negócio em si.

#### 4.3.2 Análise do Modelo e Plano de Negócios

O próximo fator crítico analisado consiste no modelo e no plano de negócios, concernente ao tipo de projeto proposto. O modelo deve ser aderente ao mercado e o plano de negócios deve estar alinhado a esse modelo.

Nesse aspecto, verificou-se que os gestores analisam se o **modelo de negócios** é um modelo que procura trazer uma solução a um problema relevante, se tem potenciais clientes já interessados no produto ou serviço e como ele projeta gerar receitas recorrentes, como projeta o crescimento, qual o custo de aquisição de cliente, enfim, se a empresa contém no modelo, pré-requisitos que atraíam os investidores. O Entrevistado 22 fala sobre esta questão: *“O modelo de negócios de preferência com um custo de aquisição de cliente baixo, uma empresa sem precisar gastar muito para crescer, agrada muito os investidores”*.

No modelo de negócios, os gestores apontam de forma geral que subestimar o custo de aquisição de clientes – CAC, o custo de marketing ou, ainda, subestimar o ciclo de vendas, leva o empreendedor a subestimar o valor necessário para o aporte de capital nas rodadas de investimento e o dinheiro investido na empresa pode acabar meio do processo.

Sobre o **plano de negócios**, os gestores analisam se está alinhado com o modelo de negócios proposto, no intuito de identificar se modelo e plano estão de acordo com a tese de investimento do fundo que, dentre outros aspectos, delimita a utilização dos recursos aplicados no fundo, pois havendo desalinhamento com os propósitos da tese, dificultará dar prosseguimento no processo de seleção caso não seja possível uma rediscussão, o que, na prática, acaba acontecendo na maioria dos casos, segundo os entrevistados.

Como os negócios propostos têm que se enquadrar nas teses dos fundos, o que muitas vezes não ocorre, questionados sobre o que acontece em seguida, os gestores explicaram que, dependendo do projeto, se é viável, interessante, mostra aderência, acabam indicando outro fundo de investimento com o perfil que o projeto precisa, como demonstrou o Entrevistado 16.

“Primeiro olhamos, o plano de negócios, para entender se ele está alinhado ou não com a tese do fundo; é o primeiro processo que avaliamos porque ali já morre 99% das empresas

que estão fora da tese que estamos olhando. Sendo um bom projeto encaminhamos a outro fundo”.

No que tange ao plano de negócios, considerando a fase em que o projeto se encontra, principalmente nas etapas iniciais, há gestores que avaliam que, muitas vezes, eles carecem de consistência, e necessitam ser reformulados, que se trata de planos voltados à mera negociação financeira em detrimento de esclarecer o que é o projeto em si. A fala do Entrevistado 3 retrata essa realidade: “*Muitas vezes os planos de negócios aqui no Brasil até atrapalham a negociação, é um plano mais negocial, mais focado no produto e menos focado no business*”.

Mesmo considerando essa realidade, os gestores relatam que muitas vezes estão diante de bons projetos para investimento, preferindo então deixar o plano de negócios para um outro momento, sem afetar o processo de análise de investimento, mas focando primeiramente na capacidade do empreendedor e em saber mais sobre a vida empreendedora dele. A exposição dos Entrevistados 9 e 3, respectivamente, dão pistas de que se trata de uma prática recorrente.

"A parte mais importante quando temos uma reunião com os empreendedores que vão apresentar suas ideias, suas propostas, para avaliarmos um investimento, nós não pegamos e pedimos pelo *business plan*, etc., nós passamos essa primeira parte entendendo quem são os fundadores e os empreendedores dessa oportunidade. O *business plan*, se for o caso, construímos depois, a quatro mãos”.

"Se estivéssemos nos EUA acho que receberíamos passivamente os business plans e os analisaríamos para decidir; aqui no Brasil precisamos receber o empreendedor, tentar entender o que está por traz daquilo ali, lapidar a pedra preciosa para daí conseguir chegar a tese de investimento a quatro mãos, junto com o empreendedor. Aqui no Brasil os planos de negócios, quando começam a ser apresentados pelos empreendedores, costumamos dizer: - não, não, não, primeiro nos conte a sua história!”.

As falas dos gestores evidenciam que, no Brasil, o plano de negócios é analisado, mas não chega a ser o mais fundamental no processo de análise para determinar o investimento. Ainda nesse momento está evidente a necessidade que os gestores de *venture capital* brasileiros sentem de conhecer o perfil do empreendedor.

### **4.3.3 Análise do mercado**

Outro fator crítico identificado na pesquisa mostrou que os gestores fazem uma minuciosa avaliação do mercado em que a empresa investida atua, especialmente no que se refere à sua **escalabilidade**, que é a capacidade que a empresa potencialmente apresenta de crescimento

acelerado, ascendendo rapidamente a outras regiões do país e, até mesmo, globalmente. É o modelo preferido pelos investidores.

Assim, o mercado onde o projeto poderá escalar torna-se um dos fatores mais importantes na análise de investimento para a tomada de decisão. É muito importante que os empreendedores conheçam em detalhes como a empresa criará estruturas para atuar no mercado a que se propõe, como ela se posicionará, posicionará seu produto ou serviço e, se existem, quem são os concorrentes, dentre outros aspectos. Neste sentido, o Entrevistado 23 relatou que: *“você não vai construir uma empresa grande num mercado que não seja grande. O projeto tem que estar inserido em um mercado relevante. Então não adianta você pegar um problema interessante mas se o mercado é pequeno”*.

Outro elemento importante identificado nas entrevistas, dentro da análise de mercado, é saber que tipo de problema o projeto se propõe resolver. Se é um grande problema, como por exemplo o UBER, que fez concorrência ao tradicional mercado de táxis no mundo inteiro, oferecendo melhores preços e condições de viagem aos usuários, naturalmente essa empresa precisará fazer novas rodadas para captações de recursos, e não ter um produto ou serviço com potencial de crescimento poderá dificultar os próximos passos em busca de novas rodadas e investimentos.

Nas análises, os gestores têm preferência por projetos que consigam se inserir no mercado atual, já existente, agregando, resolvendo ou substituindo o que já se oferece, ou ainda lançar algo novo, que não exista no mercado e com potencial de se multiplicar rapidamente e, se tem aplicação não só regional, local, mas também nacional, mundial, conforme indica o Entrevistado 22: *“O ambiente de venture capital é um ambiente de crescimento acelerado, e para fazer sentido para os ventures capitalists tem que ser um mercado bastante grande; ou é um mercado bastante grande ou é se inserir num mercado que não existe hoje”*.

Não obstante, em se tratando de escalabilidade, há muitos riscos envolvidos em todo o processo, sendo que ele pode ser motivado por vários fatores, ainda mais considerando o investimento em tecnologia que apresenta tempo muito curto de mutação. Uma das falas do Entrevistado 9 retrata outros riscos que podem levar ao erro de escala: *“O risco de escala pode ser um risco de execução ou um risco de tamanho de mercado - você não sabe – às vezes você está inovando e você não sabe se esse mercado é tão grande”*. O Entrevistado 5 discorre sobre alguns outros pontos considerados.

"A empresa, os executivos, tem que entender a dinâmica do mercado, quem são os clientes? Tem que ter um marketing estratégico mesmo, no conceito literal de marketing estratégico, então, o que impede, ou o que impediria essa empresa de vender o produto ou serviços? O mercado é regulado ou, não é? Tem restrições ou não tem? Como acesso os clientes? Os clientes estão 'lá' para consumir ou não? Como acesso esses 'caras' (clientes) todos? O potencial cliente tem dinheiro para investir (consumir) esse tipo de coisa?".

A importância da escalabilidade na análise do mercado é fundamental para a decisão por investir nos projetos analisados, pois, como citado ainda pelo Entrevistado 9, complementando a fala anterior, "*você não vai construir uma empresa grande em mercados que não sejam grandes*". Além do que discorreu o Entrevistado 5 citado acima, surge a necessidade de se entender de vários aspectos relacionados ao mercado para a montagem da estratégia, como: mapeamento de clientes, marketing estratégico, se o mercado é regulado, se tem restrições, etc.

Outro fator crítico relativo à análise de mercado concerne à **inovação tecnológica**, que está atrelada à capacidade de escalabilidade dos projetos. Dentro dos diversos contextos de investimento em inovação através de *venture capital*, a inovação tecnológica é o que mais é apontado pelos gestores, muito pelo fato de a tecnologia ser o principal agente de avanços científicos, econômicos e sociais.

Dessa forma, o investimento em inovação tecnológica sempre foi e continua sendo amplamente investido por fundos de *venture capital*, o que corrobora com o que foi visto na revisão de literatura. Atualmente, a inovação está muito associada a tecnologias disruptivas, impulsionada principalmente pelo surgimento de empresas icônicas no Vale do Silício, EUA (ETZKOWITZ; ZHOU, 2017). O mercado, as economias globais, as organizações e a sociedade formam cada vez mais ecossistemas que interagem entre si, e são apoiados e sobrevivem com o uso da tecnologia. O Entrevistado 21 explica:

"É muito importante a tecnologia. Nós trabalhamos muito no paradigma da tecnologia. 90% dos casos vai representar em empresas ligadas a software, porque isso te dá um paradigma de escalabilidade quase infinita, mas não é só software, a tecnologia também é uma coisa muito importante. Muito difícil será investirmos numa empresa que não tenha tecnologia envolvida. A tecnologia pura permite grandes saltos de valor da empresa e o software consegue atingir esse salto, esse crescimento, quando ele realmente entrega um valor percebido pelo cliente de forma sólida. Então o software ele é um paradigma".

A maioria dos gestores entrevistados não investe em empresas que não tenham desafio tecnológico que esteja sendo equacionado. O projeto tem que ter algo de ciência e tecnologia envolvido, alinhado às teses de investimentos dos fundos que tratam desse aspecto quase como uma condição *sine qua non*. Desta forma, os fundos buscam ativos que tenham origem tecnológica

e que não seja facilmente copiada, tornando-se essa uma das bases de sustentação da tese de investimento do fundo. Observa-se o quanto a solução ou a tecnologia é realmente disruptiva, inovadora, e também quais são as seguranças de propriedade intelectual relacionadas a essa tecnologia, porque, às vezes, relataram alguns gestores, existem tecnologias inovadoras, porém fáceis de serem copiadas, e isso afasta os fundos de investimento.

Dito isso, um dos aspectos analisados na jornada da tomada de decisão por investir é o projeto ter uma base tecnológica. Gestores relataram que, às vezes, deparam-se com projetos que têm uma moderna ideia, um belo produto, mas se ele não usa tecnologia para entregar, seja ele para distribuição ou para produção do produto, os fundos não prosseguem com a análise. O projeto que tem base tecnológica escalará mais rápido. Os gestores admitem que é possível escalar um produto que não tem base tecnológica, mas não na velocidade que se precisa para dar retorno nos percentuais e no tempo que o investidor espera. Então, o ponto da base tecnológica também é uma questão da escalabilidade e ter a possibilidade de retornos mais rápidos numa escala maior.

A análise de mercado compreende, ainda, a análise do **ciclo dos produtos**, em consideração a aspectos técnicos. Neste sentido, muitos dos gestores entrevistados relataram sobre evitar investir em produtos com ciclos longos como, por exemplo, em biotecnologia. Aliado aos ciclos longos, evitam investir em segmentos que não tenham algum nível de conhecimento, pois, além do prazo alongado, o grau de dificuldade em auxiliar o empreendedor aumenta. Geralmente, produtos com ciclos longos, além de consumirem mais recursos e demandarem por mais investimentos, seus modelos são menos escaláveis, como o setor de nanotecnologia, inibindo mais investimentos nesses segmentos via *venture capital*, como ressalta o Entrevistado 1:

"Setores com ciclo muito longo, como o produto da biotecnologia, o investidor não tem mais paciência para estender o desinvestimento que já é longo, na média de 8, 10 anos, e ultrapassar isso torna-se um problema. O gestor de *venture capital* começa a perder a 'moral' para com o investidor no momento em que precisar realizar novas captações".

O *venture capital* em si já é um investimento de longo prazo, e investir em produtos com ciclos mais longos pode desestimular os investidores que, por vezes, não querem aportar recursos em novas rodadas dada a demora por resultado nas rodadas participadas anteriormente. Logicamente, o investidor tem que entender as características desse tipo de investimento, contudo a grande maioria dos entrevistados manifestaram evitar investir em produtos com ciclos longos.

Outro foco de análise dos gestores no que tange às características da empresa investida é o **tipo de mercado**, em referência ao mercado consumidor (*Business to Business*, ou B2B) ou

mercado corporativo (*Business to Consumer*, ou B2C). Em se tratando de estratégias de vendas, os gestores buscam investigar que público será atingido com o projeto proposto, ou seja, quem serão os principais consumidores do produto vendido ou serviço prestado: as vendas B2B, onde o consumidor na outra ponta serão outras empresas, ou as vendas B2C, onde, na outra ponta, os consumidores é a população em geral, consumidor final.

A indústria de *venture capital* investe em ambas as estratégias, mas, mesmo pensando na escalabilidade, onde o mercado B2C permite mais velocidade de crescimento, identificou-se que há uma preferência dos gestores por investir em projetos B2B, devido principalmente ao fato do CAC (custo de aquisição do cliente) ser muito elevado na estratégia B2C. Para o Entrevistado 15, “B2C, não é prioridade, não que não se possa investir, mas nós olhamos mais para negócios B2B aqui no Brasil”.

Os gestores relataram que o CAC geralmente é muito maior do que os empreendedores projetam no plano de negócios e, dependendo da característica do fundo, do cheque que eles estão dispostos, ou tem disponibilidade para investir, não faz sentido investir em empresas com direcionamento para o consumidor B2C, porque não vão conseguir fazer o projeto escalar por falta de recursos. Logo, essa análise passa pela disponibilidade do fundo. Os entrevistados discorrem, ainda, que para investir em B2C, o fundo de *venture capital* tem que entender que isso é, às vezes, muito oneroso, ou seja, a empresa precisará conquistar os consumidores e isso requer muito volume de recursos. Não que não se deva investir em B2C, mas há que ter um certo tipo de cuidado, recomendam.

Os gestores avaliam, ainda, as **barreiras de entrada dos negócios** sob análise. Citaram analisar se o produto ou serviço, que será vendido ou prestado pela empresa, possuem algum tipo de barreira de entrada e se são fáceis de serem copiados. Analisam também o quanto a solução ou tecnologia é realmente disruptiva, inovadora, e quais são as seguranças de propriedade intelectual relacionadas a essa tecnologia, pois, às vezes, existem tecnologias muito inovadoras, mas, além de não terem restrições de entrada, são fáceis de serem copiadas, e isso requer análise apurada. Na fala do Entrevistado 8, fica evidente essa preocupação.

"Negócios que não tem barreira de entrada, cuidamos um pouco, porque qualquer um pode fazer. É importante o empreendedor fazer o dever de casa e explorar direitinho o mercado e não esconder as ameaças de empresas que não estão fazendo exatamente a mesma coisa mas que podem vir a fazer, porque hoje as barreiras de entrada são muito frágeis, principalmente para negócios que são digitais”.

Sem a barreira de entrada, observa-se que os gestores analisam se o empreendedor está atento a quem são ou quem poderão ser seus principais concorrentes, evitando surpresas desagradáveis como a perda abrupta de mercado. *“Há projetos que têm uma capacidade de implementação rápida, outros mais lenta, mas se aquele que tem uma capacidade de implementação lenta não ficar atento ao que está acontecendo no mercado, correrá o risco de ter sua ideia implantada antes dele próprio”*, relatou o Entrevistado 20, ou seja, perdeu-se a janela de oportunidades. Por isso, é muito importante investigar sobre as barreiras de entrada e conhecer bem o mercado de atuação, estando atento à concorrência, o que ela está fazendo.

#### **4.3.4 Análise da distribuição societária**

Ao iniciarem a realização da análise financeira da empresa a ser investida, os gestores relataram que a composição acionária, o chamado *cap table*, é estudado detalhadamente para verificar-se até que ponto está a diluição do capital social entre os sócios existentes. Relatam os gestores entrevistados que o tema até poderia ser um fator de análise simples na tomada de decisão, mas que, na prática, pode ser muito mais desafiador do que parece. Isso pode acontecer porque, se a empresa já passou por várias rodadas de investimento, uma *cap table* se não for devidamente controlada pode se tornar complexa e inviabilizar novas rodadas de investimento.

No Brasil, por razões de segurança jurídica, que será tema de discussão no próximo capítulo, os investidores muitas vezes não costumam entrar no contrato social das empresas sociedades limitadas em que investem, principalmente nas fases iniciais.

Existem *startups* em crescimento, relataram alguns gestores, que costumam até mesmo apresentar duas *cap tables*. Uma é, basicamente, a *cap table* que consta no contrato social registrado nas Juntas Comerciais, ou seja, aquela que descreve, na maioria das vezes, apenas os sócios-fundadores, contendo, dessa forma, um quadro societário simples, de quem possui as cotas do capital social no presente. A outra é uma *cap table* completa, que mostra todas as participações dos investidores que de fato existem e que, no futuro, após a conversão das cotas em ações, terão sua participação societária satisfeita.

Essa situação pode inviabilizar totalmente novas rodadas de investimento devido ao comprometimento percentual societário, como explica o Entrevistado 23: *“Nós temos que garantir que o cap table está saudável. Não adianta o cara chegar no seed com os folders diluídos em 50%, não funciona pra gente”*.

Alguns gestores relataram que um dos motivos para acontecer tal fato por parte dos empreendedores é o risco de ele subestimar o mercado, de não montar uma equipe correta e aplicar mal o recurso aportado para investir no negócio. Relataram que existe a possibilidade de o empreendedor se equivocar nas projeções e aportar recursos em excesso. Na sequência, aplicar os recursos inadequadamente e não ter a produtividade planejada, não gerando receita, não tendo a rentabilidade projetada. Com isso, exaure-se os recursos e acaba perdendo participação significativa na empresa, comprometendo a *cap table*. Como consequência, não consegue mais corrigir a desproporcionalidade societária, inviabilizando novos aportes, novas rodadas. A fala do Entrevistado 4 representa esta discussão:

“Olhamos muito o *cap table*, o quanto os empreendedores já têm de participação societária comprometida entre os sócios e com outros investidores, ou com aceleradoras, incubadoras, ou qualquer outro ente que já tenho tomado equity dele(s) ao longo do caminho, e isso olhamos porque nosso fundo nunca entra majoritário nos negócios, nós nunca assumimos a operação nos negócios que investimos, e acreditamos que o empreendedor tem que ter a maior parte do capital da empresa nas suas mãos porque ele é o cara que tem que estar motivado, engajado com o negócio e a frente daquele negócio para fazer acontecer”.

Identificou-se que não há uma regra estabelecida no mercado quanto a se ter um percentual ideal, nível mínimo ou máximo da *cap table*, mas os gestores relataram que, hoje em dia, o que acontece com esse tema é que o negócio está virando mais ciência do que outra coisa, sendo que o mercado acaba impondo padrões que é difícil fugir. Ainda, relataram que essas distorções acontecem principalmente nas fases iniciais, ou seja, muitas vezes já acontece em investimentos anjo, onde o investidor aportou 50% do valor do negócio. De tal maneira, para passar as etapas seguintes, ou o empreendedor vai ter que ajustar essa situação de alguma forma, ou não vai conseguir ir para as rodadas seguintes de investimento.

Na tomada de decisão, verificou-se que a *cap table* é algo que onde os gestores enfrentam muitas dificuldades, pois muitas empresas que captaram nas fases iniciais até agora já comprometeram, às vezes, até metade da *cap table*, e isso acaba com a “gordura” acionária que a empresa tem para a entrada de novos investidores. Um dos gestores relatou que existem estudos americanos, realizados pela *CapShare*, uma plataforma de controle de patrimônio, que apontam que os empreendedores têm que ter mais de 51% até um *series B*, até quando o investimento já é da ordem de USD10 milhões para cima, e que observam, às vezes, empresas que estão procurando ainda investimento *Seed*, Anjo, e já estão nessa faixa, então isso afasta novos investidores, porque desmotiva também o empreendedor.

Gestores relataram que, quando uma *startup* procura acompanhada com uma consultoria de M&A (*Mergers and Acquisitions*), é algo que os deixa atentos. Relataram o acontecimento de casos em que vem ou o investidor anjo ou um consultor de M&A nos atos de negociação, ou seja, o *cap table* já pode estar muito comprometido, e isso faz toda a diferença na tomada de decisão por investir.

Destarte, sobre a análise do fator *cap table*, observou-se que, embora o tema possa parecer relativamente simples, ele pode tornar-se complexo pelos motivos apontados pelos gestores e que os fundos não investem quando há muita diluição do mesmo.

#### 4.3.5 Análise financeira do negócio

O próximo fator crítico relacionado diretamente ao aspecto financeiro diz respeito à **análise do fluxo de caixa projetado**. Por mais importante que sejam as finanças como um todo, a geração de caixa e suas projeções futuras tornam-se basilares, pois, sem elas, a empresa encontrará dificuldades para se organizar e sobreviver. Assim, a análise das mesmas, como parte do processo para a tomada de decisão, fica clara através das entrevistas, que nesse estágio o tema não é tão relevante quanto os outros fatores citados até aqui, haja vista a fala do Entrevistado 2: *“Não requeremos nenhuma apresentação aprofundada de projeções financeiras de caixa, valuation, etc. Entendemos que os empreendedores, nesse estágio de investimento, não têm o domínio completo dessas ferramentas”*.

Os gestores relataram que o empreendedor dá a linha mestra na condução dos negócios, mas inicialmente acaba se dedicando muito mais ao aspecto financeiro de captação de recursos para viabilizar o potencial de crescimento do que conseguir controlar e projetar esses cenários em si. Entretanto, ele tem que ter uma noção básica do seu fluxo de caixa, do seu resultado, de como está hoje, como será a projeção para os próximos meses e anos, e os gestores vão sim querer analisar como foram extraídos esses números.

Nas empresas que vão realmente crescendo, escalando, o empreendedor gasta mais tempo no processo de captação, de rodadas, de financiamento, conversando com novos investidores, tratamento de relacionamento com seu público, do que na estratégia financeira de condução do negócio. Neste contexto, ter a condição de geração de caixa é um fator fundamental, além de saber projetar os fluxos futuros tanto quanto, mas os gestores entendem que esse aspecto será desenvolvido com mais propriedade ao longo do andamento do projeto e ainda com o apoio do

fundo gestor, que tem pessoal capacitado para realizar esse tipo de análise com mais consistência.

O Entrevistado 16 discorre sobre isso:

“Depois de muito analisar outros fatores, olhamos finanças, fluxo de caixa, que é o último, porque o resto já vimos, então não tem por que começar por finanças, fazer isso no processo de análise para a tomada de decisão é um tiro no pé. Geralmente o empreendedor quer nos mostrar logo o seu fluxo de caixa, mas eu só vou olhar esse fluxo de caixa com propriedade depois, eu vou olhar primeiro para ver se ele não é louco (risos), se o cara está chutando lá na lua, ou seja, essa etapa que vamos analisar é uma das últimas”.

Os gestores relataram que, principalmente nas fases iniciais de investimento, projetar os fluxos de caixa futuros para ter como base de análise, nem sempre é possível, porque há casos que a empresa não tem dados históricos consistentes, e, por vezes, os dados que se têm nem sempre são confiáveis. Relataram, ainda, que os empresários, ao elaborarem seus dados financeiros, são otimistas ou pessimistas demais, e que numa análise apurada pelo gestor é que se encontrará um número mais próximo à realidade, sem o viés do empreendedor, ou seja, essa ferramenta financeira para análise na tomada de decisão será desenvolvida, muitas vezes, ao longo do processo, e até mesmo, pós-investimento.

Outro aspecto dentro da questão financeira reflete a **análise do valuation**. Dependendo da fase de desenvolvimento em que a empresa está, os gestores relataram que, muitas vezes, não se têm dados históricos dessas empresas para se fazer uma avaliação razoável, e que, então, o padrão dos gestores de *venture capital* é procurar olhar o projeto do empreendedor da fase em que se encontra para frente. “*O que o projeto tem hoje, qual produto, qual a tecnologia, qual é a margem, e buscar tirar uma fotografia do ano, olhar um pouco para trás e projetar para frente*”, relatou o Entrevistado 1.

O *valuation* do projeto vai depender muitas vezes se ele tem uma tecnologia pioneira, disruptiva, dificilmente copiável, se desenvolveu algo realmente diferenciado do que se tem no mercado atualmente, se tem escalabilidade para crescer em nível nacional e até internacional. Relataram os gestores que quando o empreendedor apresenta um *valuation*, normalmente eles querem ver como ele foi construído, querem entender quais foram as premissas usadas, mas no fundo a gestora vai querer construir o modelo de *valuation* dela, para entender o valor daquele projeto sob a ótica dela, e que provavelmente será diferente da percepção do empreendedor, ou para mais, ou para menos. O Entrevistado 4 aborda este tópico:

“Geralmente todo mundo chega pra gente com *valuations*, mas são *valuations* “imaginários”, bastante distantes da realidade, então o que temos feito para resolver essa questão e tem dado bastante certo é sentar junto com o empreendedor e desenvolver isso

a “quatro mãos” e chegar num modelo que faz sentido para ele, e que faz sentido para nós e a partir daí chegar num acordo para a partir daí iniciar uma negociação. E junto com essa discussão do *valuation*, você acaba discutindo modelo de negócios, e de como a organização deverá se estruturar, então isso é muito importante”.

Na prática, sobre a análise do item *valuation* para a tomada de decisão, observou-se que, em tese, os gestores solicitam mais que o empreendedor faça pelo menos uma modelagem da receita, porque todas as outras informações, impostos, custos, despesas, elas derivam de alguma maneira das projeções de receitas. Essas projeções ajudam o gestor a identificar quais são os *drives* de crescimento que o empreendedor está imaginando, possibilitando, então, a construção de *valuation* junto com o empreendedor, e, assim, conseguir chegar na melhor negociação possível para ambas as partes.

A grande maioria dos gestores entrevistados não exige nessa fase de investimentos que o empreendedor consiga apresentar um *valuation* consistente, uma vez que ele não precisa entender as minúcias de contabilidade, das finanças, e ele precisa sim entender qual o racional para fazer a empresa dele crescer, isso realmente os gestores consideram essencial para a tomada de decisão.

Dos aspectos financeiros relatados pelos entrevistados, os principais foram o fluxo de caixa e o *valuation*. Todavia, fica evidente pela fala dos mesmos que esses critérios não têm a relevância que podem ter em estágio de investimento mais avançados de *venture capital*, numa *series C* em diante. Tal evidência é verificada, no estudo que Gompers *et al.* (2016) fez com 885 gestores de *venture capital*, que aponta que, na seleção de investimentos, poucos gestores usam a técnica de fluxo de caixa descontado ou valor presente líquido para avaliar seus investimentos. Estes autores constataram que surpreendentemente 9% dos entrevistados em geral e 17% dos investidores em estágio inicial não usam nenhuma medida quantitativa de avaliação de negócios. Em consonância com isso, 20% de todos os gestores entrevistados e 31% dos gestores em estágio inicial informaram que não preveem fluxo de caixa quando fazem investimentos.

No Brasil, os gestores entrevistados seguem prática semelhante, conforme destaque dos relatos dos gestores, ou seja, por mais importante que seja finanças não é algo de desclassifique num primeiro momento uma empresa em análise na indústria de investimentos de *venture capital*.

#### 4.3.6 Análise da Governança Corporativa já estabelecida

Os FIPs buscam investir em companhias que já se preocupam com práticas de governança corporativa, alinhando os acionistas e a administração da companhia, melhorando a qualidade da informação disponível, reduzindo riscos em geral e minimizando os riscos de fraude.

Contudo, as sociedades limitadas investidas pelos FIPs, contanto que mantenham o limite de receita bruta anual de R\$ 16 milhões, não necessitam seguir determinadas práticas de governança, tais como auditoria anual de suas demonstrações contábeis e a adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários. Após ultrapassarem o limite de receita bruta anual em R\$ 16 milhões, as sociedades limitadas investidas pelos FIPs devem se transformar em sociedades por ações e seguir os padrões de governança estipulados pela Instrução CVM 578/16 (ABVCA, 2019).

Fugindo ao aspecto da obrigatoriedade legal, os gestores relataram, nas entrevistas, que as empresas em fases iniciais, como são as *startups*, a princípio, não há muito o que se exigir em relação à governança corporativa, pois muitos dos procedimentos estão em fase de elaboração e ainda nem há muitas rotinas pré-estabelecidas. Não obstante, o *venture capital* atinge também uma faixa de empresas mais maduras que, além da obrigação legal, terão saídas via *M&A*, venda para outro fundo, idealmente de *private equity*, e, nesses casos, “*o investidor não vai conviver com a falta de informação, com a informalidade*”, como relatou o Entrevistado 5.

Dentro da jornada de análise para a tomada de decisão, a governança corporativa surgiu nas entrevistas com um aspecto não obrigatório, até mesmo posterior ao investimento, mas necessário para a segurança do investidor, independentemente da obrigação legal, e isso faz com que os gestores olhem esse aspecto para levar ao comitê de investimentos uma sinalização mais segura na defesa por investir no projeto. Sobre isso, o Entrevistado 11 relatou o seguinte:

“Você imagina a posição do gestor, que de um lado ela está ali de mão dada com o empreendedor e do outro lado ela está de mão dada com o investidor, e o investidor quer ter informação, quer saber o que está acontecendo, como está a performance, como a empresa vai evoluindo”.

Evidenciou-se, através das entrevistas, que a governança não é um pré-requisito de entrada, mas é uma necessidade que se tenha conhecimentos e se administre o processo de forma que essa governança se desenvolva ao longo do período, principalmente no início, porque organizando a empresa no início fica mais fácil vendê-la depois, fica mais fácil atrair outro investidor, e fazer tantas quantas rodadas forem necessárias.

Os gestores afirmaram, ainda, que as empresas no Brasil têm dificuldade com essa questão da governança e que ela é deixada de lado em alguns momentos, mas as empresas só vão conseguir de fato captar recursos se estiverem minimamente estruturadas. Se não tiverem a capacidade de passar por um processo de *duediligence*, ou seja, por uma avaliação de risco prévia, elas não vão conseguir avançar, e ficará muito difícil as chances de captação de recursos.

Então, é imprescindível que o gestor faça com que o empreendedor entenda, que ele tenha clareza do que é ser investido, do que é receber investimento e que, cedo ou tarde, ele precisará de governança para satisfazer a essa necessidade.

#### **4.3.7 Análise de risco regulatório**

Alguns dos fatores críticos aos investimentos no Brasil são causados pela complexa legislação fiscal e tributária do país, pela burocracia e pela insegurança jurídica, e isso faz com que, na fase de análise, os gestores fiquem atentos aos riscos regulatórios que o projeto pode ter que enfrentar a frente.

Os gestores apontaram que, quando se deparam com empresas com capacidade para ter boa performance, com capacidade de crescimento, reconhecimento dentro do mercado a que se propõe atuar, mas está situada em setores que têm alta regulamentação, cujos processos dependem de diversos órgãos burocráticos para a liberação de funcionamento, se veem obrigados a analisar com mais critério esse investimento, “*quando a análise é de risco regulatório, ou o empreendedor já tem bem endereçado esses temas, ou, de maneira geral, nós temos tentado evitar o investimento*”, relatou o Entrevistado 16. A preocupação com o risco regulatório no Brasil fica evidente na fala do Entrevistado 4:

"Ficamos muito atentos ao aspecto regulatório; esse é um risco em que somos absolutamente avessos. Se tem um empresário que tem uma *startup* e que precisa de ter uma certificação da ANVISA para comercializar o produto, por exemplo, nós pensamos ‘dez vezes’ antes de seguir com a conversa, porque já tivemos problemas com isso no passado de ter investido numa *startup* e ela ter demorado 8 (oito) anos para conseguir um registro de comercialização, então não vale a pena, considerando que um fundo leva em média 10 (anos) esse será um dinheiro ‘jogado fora’”.

Fica evidente que o fator crítico relacionado ao risco regulatório inibe investimentos, ainda que permita ao gestor ter o livre arbítrio de decidir por investir naquele ramo de atividade e assumir as consequências junto aos investidores, ou não. Diferente dos aspectos de regulamentação legal

que igualam a todos numa mesma regra, não possibilitando ao gestor o poder da escolha, pois independe a atividade desenvolvida nesses casos.

#### 4.3.8 Análise de investimento em CAPEX (*Capital expenditure*)

Os gestores relataram analisar com muito critério investir em empresas de *hardware*, ou que demanda muito investimento em CAPEX, ou seja, que terão de destinar muitos recursos a aquisição ou melhorias de bens de capital. Investir em máquinas, equipamentos, que muitas vezes se tem que espalhar por diversos lugares como aeroportos, rodoviárias, praças, etc. demanda muito investimento de capital motivo pelo qual demanda análises criteriosas, relatam os gestores.

Às vezes, as empresas gestoras deparam-se com propostas de investimento em soluções tecnológicas, disruptivas, mas que demandam um CAPEX muito alto para ter escala, ou seja, para cada implantação de uma planta de projeto ou algum equipamento mais elaborado, necessita-se de novo investimento, e isso, muitas vezes, está atrelado a risco de o produto ou serviço não escalar como o projetado no plano de negócios.

“CAPEX que são marginais e não relevantes para o modelo de negócios, podemos olhar, mas soluções que tenham uma dependência ou atrelados a algum hardware que consome CAPEX alto, ou seja, para escalar vai precisar de CAPEX, para escalar mais, mais CAPEX, evitamos” (Entrevistado 1).

Na fala do Entrevistado 1 acima, evidencia-se essa característica de análise de fator crítico, a utilização de recursos para investimentos em CAPEX. Os gestores entrevistados manifestaram que os investimentos em CAPEX geralmente são realizados por fundos de maior envergadura financeira ou, na maioria das vezes, com participação de capital estrangeiro.

Para o fechamento dessa seção, elaborou-se o Quadro 8, que apresenta uma síntese dos principais fatores críticos levados em consideração pelos gestores de *venture capital* entrevistados em se tratando de tomada de decisões no mercado brasileiro.

Quadro 8 - Resumo dos fatores críticos à tomada de decisão dos gestores

Fatores críticos analisados		Breve resumo	
Perfil do Empreendedor	Empresas com um único empreendedor	Trata da análise por investir em empresas que tenham um único proprietário, conhecido como <i>solo folder</i> .	“Ninguém mais faz nada sozinho, por melhor que sejamos precisamos de troca de experiências” (Entrevistado 23).
	Risco de relacionamento	Trata da análise do perfil psicológico do(s)	“O perfil do empreendedor que é muito difícil de lidar nós fazemos avaliação comportamental com profissional, isso

		empreendedor(es) candidato a futuro investido.	<i>tudo é muito levado em consideração, pois sabemos que teremos de passar muitos anos convivendo juntos” (Entrevistado 3).</i>
	Empresas de casal	Trata da análise por investir em empresas em que a composição societária já estabelecida seja de um casal.	<i>“Evitamos investir em casais, pelos mesmos motivos, de discussões, divórcios, etc.; não que não vamos fazer o investimento, mas vamos tentar trabalhar com negócios que tenham grupos societários, de empreendedores mais diluído” (Entrevistado 7).</i>
	Complementaridade da equipe	Trata da análise do time, suas habilidades, experiências, como se relacionam, como se complementam.	<i>“Pessoas, o time, o brilho no olho, a dedicação, a complementariedade, precisamos ver se os técnicos e comportamentais necessários para aquele tipo de negócio estão presentes, então fazemos uma análise criteriosa nesse sentido” (Entrevistado 4).</i>
Modelo e Plano de Negócios	Modelo de negócios	Trata da análise do alinhamento do modelo com a tese do fundo e ser aderente ao mercado proposto.	<i>“O modelo de negócios de preferência com um custo de aquisição de cliente baixo, uma empresa sem precisar gastar muito para crescer, agrada muito os investidores” (Entrevistado 22).</i>
	Plano de negócios	Trata da análise do alinhamento do plano de negócios ao modelo de negócios e a forma de executá-lo.	<i>“Primeiro olhamos, o plano de negócios, para entender se ele está alinhado ou não com a tese do fundo; é o primeiro processo que avaliamos porque ali já morre 99% das empresas que estão fora da tese que estamos olhando” (Entrevistado 16).</i>
Mercado	Escalabilidade	Trata da análise da capacidade de expansão acelerada do negócio.	<i>“Você não vai construir uma empresa grande num mercado que não seja grande. O projeto tem que estar inserido em um mercado relevante. Então, não adianta você pegar um problema interessante mais se o mercado é pequeno” (Entrevistado 23).</i>
	Inovação tecnológica	Trata da análise de produtos em relação ao nível que apresentam de tecnologia inovadora, disruptiva.	<i>“É muito importante a tecnologia. Nós trabalhamos muito no paradigma da tecnologia. 90% dos casos vai representar em empresas ligadas a software, porque isso te dá um paradigma de escalabilidade quase infinita” (Entrevistado 21).</i>
	Ciclo dos produtos	Trata da análise dos ciclos dos produtos, objetivando observar principalmente os que apresentam ciclo longo.	<i>“Setores com ciclo muito longo, como o produto da biotecnologia, o investidor não tem mais paciência para estender o desinvestimento que já é longo, na média de 8, 10 anos, e ultrapassar isso torna-se um problema” (Entrevistado 1).</i>
	Tipo de mercado	Trata da análise do tipo de mercado onde a empresa pretende atuar como B2B ou B2C, ou outro.	<i>“B2C, não é prioridade, não que não se possa investir, mas nós olhamos mais para negócios B2B aqui no Brasil”. (Entrevistado 15)</i>

	Barreiras de entrada	Trata da análise dos produtos e serviços em relação às barreiras de entrada e se são fáceis de serem copiados.	<i>"Negócios que não têm barreira de entrada, cuidamos um pouco, porque qualquer um pode fazer"</i> (Entrevistado 8).
Distribuição Societária	<i>Cap table</i>	Trata da análise da diluição da distribuição do capital social atual.	<i>"Olhamos muito o cap table, o quanto os empreendedores já têm de participação societária comprometida entre os sócios e com outros investidores, ou com aceleradoras, incubadoras, ou qualquer outro ente que já tenho tomado equity dele(s) ao longo do caminho"</i> (Entrevistado 4).
Financeiro	Fluxo de caixa projetado	Trata da análise do Fluxo de Caixa presente e/ou futuro da empresa.	<i>"Depois de muito analisar outros fatores, olhamos finanças, fluxo de caixa, que é o último, porque o resto já vimos, então não tem por que começar por finanças, fazer isso no processo de análise para a tomada de decisão é um tiro no pé"</i> (Entrevistado 16).
	<i>Valuation</i>	Trata da análise do <i>valuation</i> elaborado pelo(s) empreendedor(es) para a precificação da empresa.	<i>"Geralmente todo mundo chega pra gente com valuations, mas são valuations "imaginários", bastante distantes da realidade, então o que temos feito para resolver essa questão e tem dado bastante certo é sentar-se junto com o empreendedor e desenvolver isso a "quatro mãos"</i> (Entrevistado 4).
Governança Corporativa	Trata da análise e avaliação da governança corporativa existente na empresa.		<i>"O investidor não vai conviver com a falta de informação, com a informalidade"</i> (Entrevistado 5).
Risco regulatório	Trata da análise de quanto o risco regulatório existente poderá atrapalhar o tempo de atuação da empresa em relação a lançamento de produtos, licenças para funcionar, etc.		<i>"Quando a análise é de risco regulatório, ou o empreendedor já tem bem endereçado esses temas, ou de maneira geral nós temos tentado evitar o investimento"</i> (Entrevistado 16).
Investimento em CAPEX	Trata da análise do quanto o projeto depende de investimento em bens de capital, em ativo imobilizado, em hardware.		<i>"CAPEX que são marginais e não relevantes para o modelo de negócios, podemos olhar, mas soluções que tenham uma dependência ou atrelados a algum hardware que consome CAPEX alto, ou seja, para escalar vai precisar de CAPEX, para escalar mais, mais CAPEX, evitamos"</i> (Entrevistado 1).

Fonte: elaboração própria.

Os fatores críticos mais relevantes a serem analisados citados pelos entrevistados estão, em sua grande maioria, relacionados aos riscos que os gestores buscam evitar. Não é objetivo desse trabalho estabelecer uma ordem dos fatores críticos analisados pelos gestores de *venture capital*

que se entrevistou, embora a exposição esforçou-se por seguir uma sequência citada com mais frequência por eles, nas entrevistas.

#### 4.4 FATORES INCENTIVADORES DE INVESTIMENTOS

Os fatores incentivadores de investimentos identificados a seguir, citados pelos entrevistados, são fatores que diferem dos fatores críticos apontados nos itens da subseção 4.3, pois independem das características observadas nas empresas candidatas a investidas no processo de seleção, estimulando e incentivando o mercado de *venture capital* a realizar investimentos.

Um dos principais fatores incentivadores citados pelos gestores nas entrevistas está relacionado ao momento atual da economia brasileira, em referência à **taxa básica de juros baixos**. Os gestores destacaram que a indústria de *venture capital* no Brasil não vinha apresentando, até aqui um histórico atrativo comparado aos juros de mercado, ou seja, agora, com os juros mais baixos, tem-se um incentivo ao investimento, e essa indústria pode apresentar melhores resultados comparativos nos próximos anos.

Com a taxa de juros baixa, outros investidores começam a olhar com melhores olhos para o investimento em *venture capital*, incentivando esse mercado e aquecendo o setor. Os gestores citam que, além dos investidores estarem olhando muito esse tipo de ativo, os empresários de uma forma geral também estão, conforme a fala a seguir.

"Agora com taxas de juros mais baixas esse mercado está ficando aquecido. As pessoas começam a olhar com mais apetite para investimentos que são mais arriscados, pois quando falamos em investir em *venture capital* estamos falando de alto risco, tem um potencial de alto retorno mais o risco é altíssimo" (Entrevistado 4).

A taxa básica de juros do país é totalmente relevante para o mercado financeiro de capitais, e, conseqüentemente, para a educação financeira da população, que quando vê diminuindo a taxa básica de juros precisa se educar para sair do investimento em renda fixa, com quase nada de risco, para procurar rendimentos em investimentos um pouco mais arriscados. Deste modo, é natural observar uma migração do perfil dos investidores, o que acaba por incentivar o mercado de investimento em ativos alternativos.

Na entrevista com a bolsa de valores, observou-se uma tendência de que, na medida que se tenha um mercado de capitais evoluindo no país, com mais investidores pessoas físicas investindo, mais recursos entrando, e a taxa de juros será um grande paradigma, uma grande mudança de

chaves, pois a queda da mesma irá fluir recursos para o “mundo real”. Então, em algum momento isso também irá chegar nas *startups*, no âmbito de investimentos de *venture capital*.

Outro fator incentivador identificado na pesquisa foi o **mercado com liquidez**. Atrelado à queda da taxa de juros, outro fator incentivador apontado pelos gestores é o momento de liquidez que atravessa o Brasil. Com a queda da taxa Selic e com a possibilidade de a renda fixa ficar basicamente sem muita relevância, os investidores estão buscando outras opções. Então, eles vão partir para colocar dinheiro em negócios imobiliários, no agronegócio, em fundos que sejam bem estruturados, e uma parte desses recursos tende a ir para investimento em *venture capital*. O trecho de entrevista a seguir ilustra esse debate.

“O momento do Brasil é de muita liquidez, volumes bilionários, trilhadrários de dinheiro parado em aplicações de renda fixa a longo prazo com juros de 5% indo a 4% a.a., terão que ir buscar alocações mais alternativas se quiserem melhores retornos. Quando estava lá a 10%, 15%, não tinha porque ele arriscar num negócio desconhecido né; vão ter que tomar risco se quiserem mais retorno” (Entrevistado 7).

Os gestores relataram que o Brasil vive um momento onde conta com famílias com muito dinheiro disponível, que ganharam dinheiro com as suas empresas, que venderam as suas empresas e que já estão na segunda, terceira geração, com liquidez, e, com a taxa de juros em queda, essa liquidez tende a migrar para ativos mais alternativos, beneficiando, dessa forma, a indústria de *venture capital*.

Outro aspecto apontado pelos gestores que estimula o mercado de *venture capital* e o ecossistema como um todo são **aportes de grandes fundos de *venture capital* internacionais**. Os gestores apontam que esses investimentos sinalizam a evolução e importância do ecossistema nos últimos anos. Tem-se incubadoras, aceleradoras, os fundos focados em *series A*, em *series B*, *series C* e, com a entrada de mais recursos, o mercado fica cada vez mais líquido.

Os gestores relataram que, muitas vezes, uma *startup* morria no Brasil porque no início de suas atividades precisava de dinheiro e não conseguia passar para uma próxima rodada de investimentos. Hoje essa realidade é bem diferente, já que o mercado está crescendo e os investimentos de grandes fundos internacionais incentivam, além da concorrência com outros fundos locais, o desenvolvimento de todo o ecossistema. O discurso a seguir ilustra essa questão.

“O mercado está acelerado, e está acelerado por uma questão de transformação dos negócios, ou seja, é um momento que está vivendo a nova economia; você tem gigantes como o Softbank (Japonês) que está investindo direto nas empresas no mundo inteiro e também está investindo nas startups aqui no Brasil, está colocando dinheiro nas gestoras, como se ele “terceirizasse” o processo de *venture capital*” (Entrevistado 15).

O capital funciona em efeito rede: para ter mais fundos, faz-se necessário ter mais capital e, para ter mais capital disponível, é preciso ter mais fundos investidos. Assim, o Brasil tem conseguido chegar numa equação interessante, de cada vez mais fundos se criando, e o efeito disso é ter muito mais potências de saídas. Logo, esses dois movimentos fazem com que o mercado fique incentivado a realizar mais investimentos.

Outro fator de incentivo ao mercado de *venture capital* são os **investimentos que grandes corporações** vêm fazendo nessa classe de ativos, os chamados *Corporate Venture Capital (CVC)*. Sobre isso, o Entrevistado 1 relata: “*investir num fundo que investe em empresas que podem trazer tecnologia que têm sinergia com a corporação, isso tem crescido bastante*”. Os gestores afirmam que as corporações sabem que, se não se renovarem, se não investirem em tecnologias disruptivas, se não renovarem seus produtos e serviços, não migrarem para o mundo digital, ficarão para trás.

“Nos últimos 5, 6 anos com a tecnologia bem mais a frente e a demanda das empresas com espaço para colocar sua tecnologia está crescendo muito, incentivando os investimentos em fundos de *venture capital*. Era impensável colocar uma empresa de tecnologia (startup) investida para implantar algo em bancos, por exemplo; hoje os próprios bancos investem nas suas empresas de tecnologia (startups), os chamados CVC (*Corporate Venture Capital*)” (Entrevistado 7).

Esse movimento tem forçado as grandes corporações a projetarem a montagem interna de uma grande estrutura de P&D. Ocorre que esses projetos demandam muitos investimentos e que, na maioria das vezes, as empresas optam por não fazer, e isso faz com que o atalho seja investir em *startups* que podem trazer a tecnologia necessária para o negócio. Esse movimento, aliado a outros, tem gerado otimismo no mercado de *venture capital*, como relatado na fala do Entrevistado 17:

"Estou otimista com o mercado brasileiro de *Venture Capital* pelos próximos 5 anos; há uma atuação deliberada de aquisição no mercado; os americanos, estrangeiros, estão olhando cada vez mais para o Brasil. Mais empresas grandes se estruturando para fazer CVC, *Corporate Venture*".

O momento é de otimismo entre os gestores entrevistados, e os investimentos de grandes corporações é parte importante desse processo. Ao longo do tempo, as estruturas CVCs têm evoluído. Várias empresas inovadoras introduziram programas de CVC para promover uma maior inovação (GARCEZ; ANSELMO, 2005).

Quase que, de forma unânime, os gestores entrevistados apontaram outro fator incentivador no mercado brasileiro de *venture capital* como sendo o **nível atual do empreendedor brasileiro**,

que tem evoluído muito nos últimos anos, inclusive tocando projetos bem-sucedidos no exterior, o que atrai de certa forma investidores de fundos estrangeiros a investirem na indústria de *venture capital* no Brasil.

Os entrevistados destacaram que está havendo uma renovação dos empreendedores, haja vista que os novos, na faixa etária de até 25-30 anos, vêm com uma nova mentalidade, estão mais bem preparados, com contatos no exterior e já se baseiam em cases de sucesso internacionais, além de terem acesso às melhores universidades e fazerem cursos e especializações, conversando, assim, com as ferramentas do mundo das *startups* e mostrando-se mais ambientados às necessidades dessas ferramentas para a gestão. A entrevista realizada com a ABVCAP corroborou essa percepção dos gestores e de como essa postura dos empreendedores tem incentivado o mercado brasileiro de *venture capital*.

"Nós temos muitos empreendedores brasileiros com alta capacidade; temos brasileiros escalando empresas lá fora, estabelecidos em todo o mundo, no Vale do Silício, enfim, e estão fazendo coisas interessantíssimas. Essa indústria está crescendo muito e apoiar os empreendedores que são o início da cadeia é muito importante. É importante mostrarmos todo o impacto social que essas empresas gestoras proporcionam ao Brasil investindo nessas empresas e sem deixar o retorno de lado. Esse é um grande incentivo para esse tipo de investimento no Brasil" (Entrevistado 10).

Cabe ressaltar que se identificou que não apenas o empreendedor mais jovem está vindo cada vez mais bem preparado, mas que o empreendedor mais maduro também tem se destacado no mercado, conforme relatado pelo Entrevistado 21: "*o Brasil tem talento humano de sobra, temos muita gente capaz de realizar, capaz realmente de criar empresas, e agora isso tem atraído o capital*", relatou.

Relataram os gestores que um fato que tem acontecido bastante é um bom empreendedor, já com certa experiência, que está numa carreira corporativa, identifica um problema no mercado que não está resolvido e ele decide resolver, porque ele tem esse conhecimento e porque agora ele sabe que há fundos que podem investir no negócio, ou seja, um fundo *series A* que pode lhe ser investidor, então ele se encoraja e consegue empreender.

"Hoje o perfil dos empreendedores brasileiros ele está num nível de maturidade muito interessante; acho que o Brasil é hoje um dos ecossistemas mais interessantes, é o melhor ecossistema na América Latina para investir. Nós temos destaque para várias empresas que se transformaram em negócios inclusive internacionais. Empresas que chegaram num patamar de avaliação de USD1 bilhão, então a qualidade dos empreendedores brasileiros ela está muito boa e ele vem se destacando" (Entrevistado 15).

Conforme discorre o Entrevistado 15, os empreendedores brasileiros estão se ajustando para os padrões mais internacionais de mercado, e o Brasil é destaque na América Latina quando investidores estrangeiros pensam em investir nesse continente. A fala do Entrevistado 13, a seguir, ilustra o momento atual que vive a indústria de *venture capital* no Brasil, demonstrando a junção desses fatores apontados pelos gestores nas entrevistas:

“Hoje você tem no mercado de *venture capital* brasileiro uma coisa que nunca vimos, é quase que um ‘alinhamento com os astros’. Você tem queda de taxa de juros; você tem uma visão de que o governo tem que sair um pouco da economia e dar espaço para os empreendimentos privados, o que é normal de um capitalismo pujante; e aí você também tem essa disrupção, esse interesse, uma quantidade suficiente de capital no mercado, então nesse momento você tem uma chance de desenvolvimento muito grande”.

À guisa de fechamento dessa seção, apresenta-se o Quadro 9, com um resumo dos fatores incentivadores de investimento considerados pelos gestores de *venture capital* quando da tomada de decisão no contexto brasileiro.

Quadro 9 - Fatores incentivadores de investimento

Fatores incentivadores	Breve resumo	
Taxa básica de juros em baixa	Esse cenário de juros baixos influencia positivamente a decisão do gestor por investir nas empresas, pois o gestor encontra condições de entregar resultados relevantes em comparação com ativos tradicionais. Uma vez que com a baixa da taxa de juros, os investimentos em aplicações de renda fixa, por exemplo, começam a ficar pouco atrativos, fazendo com que os investidores procurem ativos com maior rentabilidade, saindo em busca de investimentos alternativos e isso favorece os investimentos em <i>venture capital</i> .	<i>“Agora com taxas de juros mais baixas esse mercado está ficando aquecido, as pessoas começam a olhar com mais apetite para investimentos que são mais arriscados”</i> (Entrevistado 4)
Mercado com liquidez	O momento de disponibilidade de recursos a serem realocados para ativos, como aplicações em fundos de investimento e participações buscando a diversificação e melhores retornos, favorece a decisão do gestor por investir em novas empresas capitadas e reinvestir em novas rodadas nas empresas do portfólio, uma vez que a possibilidade de entregar resultados mais atrativos é real.	<i>“O momento do Brasil é de muita liquidez, volumes bilionários, trilhárdários de dinheiro parado em aplicações de renda fixa a longo prazo com juros de 5% indo a 4% a.a., terão que ir buscar alocações mais alternativas se quiserem melhores retornos”</i> (Entrevistado 7).
Aportes de grandes fundos de <i>venture capital</i> internacionais	O aporte de recursos de grandes fundos estrangeiros aquece nosso mercado de <i>venture capital</i> e incentiva os gestores a investir mais nas empresas, tendo como um dos efeitos a possibilidade de conseguir	<i>“O mercado está acelerado, e está acelerado por uma questão de transformação dos negócios, ou seja, é um momento que está vivendo a nova economia; você</i>

	recursos para as rodadas de investimento seguintes.	<i>tem gigantes como o Softbank (Japonês) que está investindo direto nas empresas no mundo inteiro e também está investindo nas startups aqui no Brasil (...)</i> ” (Entrevistado 15).
Investimentos de grandes corporações	Os gestores são influenciados a investir nas startups visando que as mesmas possam vir a interessar a grandes corporações. Nos últimos anos, os investimentos privados têm surgido com mais intensidade. Grandes corporações têm investido em <i>venture capital</i> com o objetivo de solucionar problemas relativos, principalmente ao seu business, e isso tem gerado volumes consideráveis de investimento.	<i>“Era impensável colocar uma empresa de tecnologia (startup) investida para implantar algo em bancos, por exemplo; hoje os próprios bancos investem nas suas empresas de tecnologia (startups), os chamados CVC (Corporate Venture Capital)”</i> (Entrevistado 7).
Nível atual do empreendedor brasileiro	Investir em <i>venture capital</i> é investir em pessoas. Essa afirmação fica evidenciada na pesquisa. Fica evidenciado também que o nível atual do empreendedor brasileiro está de bom a excelente, o que estimula o gestor a confiar o investimento nos empreendimentos. Por mais suporte que o gestor venha a aportar na empresa investida, quem toca o dia-a-dia é o empreendedor.	<i>“Nós temos muitos empreendedores brasileiros com alta capacidade; temos brasileiros escalando empresas lá fora, estabelecidos em todo o mundo, no Vale do Silício, enfim, e estão fazendo coisas interessantíssimas”</i> (Entrevistado 10).

Fonte: elaboração própria.

A identificação dos fatores incentivadores desvela a união de dois aspectos fundamentais na indústria de *venture capital*, que é a **disponibilidade de capital financeiro** com a **capacidade do capital humano**. Como os gestores destacaram, o país está atravessando por mudanças nas políticas econômicas e isso tem afetado positivamente essa indústria, bem como o momento é de otimismo.

#### 4.5 FATORES INIBIDORES DE INVESTIMENTOS

Os fatores inibidores de investimentos são fatores que independem das características observadas nas empresas candidatas a investidas no processo de seleção, pois igualam a todos nas mesmas circunstâncias, direta ou indiretamente, não possibilitando ao gestor o poder da escolha, pois independerá a atividade desenvolvida nesses casos, inibindo investimentos no mercado de *venture capital*.

Um desses fatores apontado pelos gestores é a **tributação**, que é segundo os entrevistados, um dos principais fatores desmotivadores da indústria de *venture capital* no Brasil, pois se paga o mesmo imposto nesse tipo de investimento, mesmo com todos os riscos envolvidos, com toda a

iliquidez, do que quem aplica em ativos com menos riscos e com liquidez, haja vista comentário do Entrevistado 3: “*é necessário mudanças tributárias para incentivar investimentos privados no ecossistema de venture capital do Brasil*”.

Os gestores afirmam que a complexidade fiscal brasileira é demasiada, e as empresas acabam tendo que fazer *compliance* com as questões fiscais, consumindo recursos financeiros que poderiam estar sendo aplicados no negócio principal da empresa no seu *business*. O Entrevistado 5 corrobora essa discussão:

“Parte tributária no Brasil é muito complexa. Diversos setores não são analisados por gestores de *venture capital* porque a questão tributária é tão pesada que inviabiliza qualquer tentativa; o setor de bebidas, por exemplo, você tem carga tributária em 50% do negócio; várias empresas de bebidas são inovadoras no mundo, esse mercado de bebidas está mudando muito, você poderia ter uma indústria dessa no Brasil que poderia estar sendo analisada por investidores”.

Num estudo sobre o que impulsiona a demanda e a oferta de fundos de *private equity* e *venture capital*, Dias e Macedo (2016) identificaram que a tributação não é significativa para a demanda, fato que indica que o governo pode influenciar no mercado local e deve oferecer incentivos fiscais suficientes para mitigar os efeitos de outras barreiras enfrentadas pelo mercado.

Outro importante ponto que atua como fator inibidor concerne à legislação brasileira, mais especificamente na **insegurança jurídica** gerada por ela. Os gestores relatam que já se avançou muito em relação a uma década atrás, mas que ainda falta muito avanço na legislação brasileira que trata de regulamentar a indústria de *venture capital* no Brasil. Para o Entrevistado 02-01, “*é essencial reformas na legislação para acelerar bastante essa indústria no Brasil, por exemplo, a forma como constitui-se e encerra-se uma empresa é muito complexa, muito burocrática*”.

A legislação torna-se numa grande barreira, inibindo os investimentos, principalmente de gestores estrangeiros, que encontram dificuldades para entender como os processos funcionam no Brasil. Gestores relataram que ocorrem desconsideração da personalidade jurídica e existem muitos fundos que estão sendo demandados juridicamente, sofrendo penhoras *on-line*, por questões trabalhistas de empresas que eles investiram no passado e todo esse sistema gera uma grande insegurança jurídica para se investir no país. Conforme o Entrevistado 10-02, “*o papel da indústria de PE/VC na economia real é superimportante e essa insegurança jurídica na legislação brasileira afasta o investidor internacional*”.

A barreira da insegurança jurídica, dos contratos que não são respeitados e da fama que o Brasil tem de não respeitar as leis, faz com que o investidor fique um pouco receoso, mesmo o

investidor nacional, e essa barreira atrasa o desenvolvimento de diversas iniciativas. No entanto, observou-se que muitas delas estão acontecendo mesmo assim, ou seja, hoje se tem muito mais fundos de investimento em *venture capital*, em *seed capital*, e investidores procurando essa iniciativa, do que se tinha alguns anos atrás, e isso faz de alguma forma com que o mercado amadureça. O Entrevistado 11 explicita isso.

“Falta um arcabouço regulatório que realmente permita que as startups sejam criadas de forma rápida, acho até que já andou evoluindo, mas precisamos evoluir ainda mais; que as startups sejam criadas (abertas) de forma rápida e que as startup que não deram certo que possam ser fechadas de forma rápida; aquela velha dificuldade histórica de abrir e fechar uma empresa no Brasil, mas acho que tem que ter uma separação de fato para as startups”.

Fato é que o Brasil é um país onde ainda existe muita insegurança jurídica, e que isso inibe o desenvolvimento desse segmento, embora ele já está acontecendo com mais celeridade, como observado nos aspectos incentivadores.

Com uma legislação complicada, insegurança jurídica instalada, uma dependência ainda muito grande da máquina pública para o encaminhamento de processos simples, os gestores apontam que **a burocracia brasileira** inibe fortemente os investimentos no mercado *venture capital*. As empresas podiam crescer e testar aos produtos mais rápidos se os processos burocráticos fossem menores. Segundo o Entrevistado 11,

“Tem muitos fundos aqui no Brasil, principalmente fundos estrangeiros, que eles já cansaram dessa complexidade toda que é o Brasil e começam a montar estruturas lá fora, investir lá fora, e isso é muito ruim porque perdemos a oportunidade de investirem aqui”.

Os gestores relatam que para as empresas se estabelecem é burocrático, para encerarem as operações mais burocrático ainda, ou seja, o mercado precisa de uma regulamentação mais adequada que ofereça condições das empresas focarem mais no seu *business* e se preocuparem menos com processos burocráticos. De acordo com o Entrevistado 5,

“Tudo é demorado, os órgãos governamentais em geral são demorados, o cartório é demorado, tudo é ‘um parto’, então era preciso a simplificação dessas coisas todas para que as empresas não precisassem se preocupar com isso e pudessem focar em fazer o negócio avançar e não ficar preocupado com essa burocracia toda, acho que é um ponto importante”.

Os entrevistados relatam como a burocracia os atrasa em muitos pontos, pois não conseguem agir mais rápido após as tomadas de decisão, porque tem que seguir os regulamentos, e aí entram também os regulamentos dos fundos, que exige que as decisões sejam coletivas, através

do comitê de investimentos formado pelos cotistas, ou seja, passar por todo esse processo regulatório atrasa muito o dinamismo no *venture capital* no Brasil, o que não acontece nos mercados mais maduros onde os gestores não têm a regulamentação dos fundos como no Brasil.

O próximo fator considerado inibidor diz respeito ao **mercado de capitais restrito**. Um mercado mais amplo auxiliaria o ecossistema de investimentos como um todo e não apenas a indústria de *venture capital*. A bolsa de valores brasileira, em comparação com mercados mais maduros, é pequena e hoje suas operações ainda são muito concentradas apenas em grandes empresas, relataram os gestores.

A cultura de investir nas ações de empresas listadas na bolsa de valores ainda é pequena aqui no Brasil e, em se tratando de investir nas ações de empresas menores e mais desconhecidas, é ainda menor. Os investidores geralmente escolhem investir nas empresas maiores, mais conhecidas, que tem históricos mais consistentes e apresentam “certa garantia”. Com isso as empresas menores, desconhecidas, não se sentem atraídas, o que inibe suas pretensões de abrir capital ao mercado. Para as pequenas e médias empresas abrirem capital na bolsa no Brasil, ainda é uma realidade distante, o que acaba deixando de ser uma alternativa às saídas, ao desinvestimento dos fundos de *venture capital*, e isso retrai de alguma forma os investidores e estimula as empresas a procurarem abrir seu capital no exterior, como indicou o Entrevistado 16:

"A Bolsa para nós, early stage, é quase uma utopia, é muito difícil hoje eu achar que vou sair com uma empresa na Bolsa, mas assim, tenho meu segundo fundo que daqui a 5, 6 anos não posso dizer que não vou conseguir, desde que o mercado crie saídas para esse nicho de empresas, então talvez não seja o IPO na Bolsa no sistema máximo de governança, mas tem que ter alguns mecanismos de acesso, senão o que vai acontecer é a empresas abrir capital lá fora, né".

Fica evidenciado, na percepção dos entrevistados, que é preciso alcançar um mercado de capitais mais acessível para pequenas e médias empresas, criando, com isso, uma alternativa para as saídas, para o desinvestimento, o que desenvolveria mais a indústria de *venture capital* no Brasil. Mesmo com uma série de fatores que se apresentam positivos, o acesso de empresas menores ao mercado de capitais, por enquanto, ainda não é uma realidade, como relatado pelo entrevistado 1 “*A cultura de investir em empresas de pequeno porte ainda é pequena no Brasil*”.

Por fim, totalmente ligado ao fator mercado de capitais restrito, tem-se como fator inibidor as **alternativas para o desinvestimento**. A saída ideal para um fundo de investimentos de capital de risco seria via *IPO*, mas, como relatado pelos gestores no item anterior, essa ainda é uma

realidade distante para as pequenas e médias empresas investidas por fundos de *venture capital* no Brasil.

Os gestores apontam esse como sendo um ponto crítico que se enfrenta por aqui, o canal de desinvestimento pela bolsa de valores ainda é inexistente. De acordo com o Entrevistado 8, “*temos de ter um mercado mais maduro para as saídas; não adianta nada você fazer um monte de investimento e não ter para quem vender; então acho que a nossa bolsa de valores ainda é muito tímida com relação a ser um canal de saída*”.

Os gestores apontam como alternativa para essa situação outras saídas de forma estratégica, principalmente através da venda para outro fundo, com maior envergadura financeira, ou através de *M&A*, onde se juntam duas empresas pequenas e vão se transformar numa grande. Para o Entrevistado 8,

“As saídas são um grande problema para os gestores no Brasil. Temos de ter um mercado mais maduro para as saídas; não adianta nada você fazer um monte de investimento e não ter para quem vender; então acho que a nossa bolsa de valores ainda é muito tímida com relação a ser um canal de saída”.

Para o fechamento dessa seção, foi elaborado um quadro resumo dos fatores inibidores de investimento citado pelos gestores de *venture capital* entrevistados, conforme Quadro 10.

Quadro 10 - Fatores inibidores de investimento

Fatores inibidores	Breve resumo	
Tributação	A complexidade tributária inibe investimentos no Brasil, sendo que esse fator influencia a tomada de decisão do gestor, ao deparar-se, por exemplo, com setores do mercado onde a tributação é demasiada, quando não, complexa.	“ <i>Parte tributária no Brasil é muito complexa. Diversos setores não são analisados por gestores de venture capital porque a questão tributária é tão pesada que inviabiliza qualquer tentativa</i> ” (Entrevistado 5).
Insegurança jurídica	O gestor de <i>venture capital</i> assume um rol de responsabilidades quando sugere a aplicação dos recursos investidos no fundo, nas empresas, e a insegurança jurídica, sob diversos aspectos, afasta algumas tentativas de investimento, principalmente quando o gestor identifica dependência muito forte envolvendo questões políticas, a chamada “guerra fiscal”.	“ <i>O papel da indústria de venture capital na economia real é superimportante e essa insegurança jurídica na legislação brasileira afasta o investidor internacional</i> ” (Entrevistado 10).
Burocracia	Muito ligado a investimentos em tecnologia, o mercado de <i>venture capital</i> é um mercado que precisa de celeridade nas decisões, e o Brasil	“ <i>Tem muitos fundos aqui no Brasil, principalmente fundos estrangeiros, que eles já cansaram dessa complexidade toda que é o Brasil e</i>

	tem um estigma de país burocrático, muito dependente da chancela de órgão governamentais e isso desestimula o gestor e inibe investimentos.	<i>começam a montar estruturas lá fora, investir lá fora, e isso é muito ruim porque perdemos a oportunidade de investirem aqui” (Entrevistado 11).</i>
Mercado de capitais restrito	O gestor de <i>venture capital</i> planeja o investimento já projetando quais são suas reais possibilidades de saídas, de desinvestir o capital investido. Com um mercado de capitais ainda restrito no Brasil, o desinvestimento via bolsa está um pouco distante, e isso de alguma forma inibe os investidores.	<i>“A Bolsa para nós, early stage, é quase uma utopia, é muito difícil hoje eu achar que vou sair com uma empresa na Bolsa, mas assim, tenho meu segundo fundo que daqui a 5, 6 anos não posso dizer que não vou conseguir, desde que o mercado crie saídas para esse nicho de empresas, então talvez não seja o IPO na Bolsa no sistema máximo de governança, mas tem que ter alguns mecanismos de acesso, senão o que vai acontecer é a empresas abrir capital lá fora né” (Entrevistado 16).</i>
Falta de alternativas para o desinvestimento	Não é apenas através do IPO que se efetivam os desinvestimentos em <i>venture capital</i> , ainda mais aqui no Brasil onde os valores das rodadas são menores do que nos ecossistemas mais maduros. Logo a falta de outras alternativas de desinvestimento, além bolsa, inibem novas rodadas por parte dos gestores.	<i>“As saídas são um grande problema para os gestores no Brasil. Temos de ter um mercado mais maduro para as saídas; não adianta nada você fazer um monte de investimento e não ter para quem vender; então acho que a nossa bolsa de valores ainda é muito tímida com relação a ser um canal de saída” (Entrevistado 8).</i>

Fonte: Elaboração própria.

A identificação dos fatores inibidores desvela a união de dois aspectos que afetam diretamente o desenvolvimento da indústria de *venture capital* no Brasil, que são **questões regulatórias complexas e burocráticas** com um **mercado de capitais ainda restrito**. Ajustes fiscais, reformas administrativa e tributária, e aquecimento da economia podem ser o contraponto aos fatores inibidores identificados nas entrevistas.

#### 4.6 DISCUSSÃO GERAL

Após análise dos resultados, tem-se a discussão geral quanto à tomada de decisão dos gestores relacionada ao envolvimento no ecossistema de *venture capital* no Brasil, concernente ao processo de investimento e suas etapas.

Nas análises, foram apontados fatores críticos diretamente relacionados à tomada de decisão, oferecendo ao gestor o poder da decisão por indicar o investimento ou não, e fatores incentivadores e inibidores de investimentos, que ocorrem por fatos mercadológicos os quais independem da

vontade dos empreendedores, mas que interferem favorável ou contrariamente na decisão de investimento dos capitalistas de risco no país.

Observou-se que, no Brasil, há um ecossistema favorável aos investimentos de *venture capital*. Uma indústria ainda jovem, com pouco mais de 20 anos, mas formando um ecossistema em pleno amadurecimento, que, na última década, vem apresentando resultados em níveis internacionais, com o surgimento dos primeiros unicórnios, o que influencia positivamente os investidores e aos gestores a decisão por investir em empresas no mercado brasileiro.

Contudo, devido principalmente a questões de legislação, ainda se identifica certa burocratização no processo de investimento, contando com a possibilidade de participação do investidor no processo de decisão, afetando o poder de tomada de decisão por parte dos gestores. Em países onde a indústria de *venture capital* já é desenvolvida, como nos EUA e Israel, a estrutura de funcionamento é mais dinâmica, possuindo características espontâneas e menos estruturadas, o que favorece a atuação do gestor de *venture capital*, oportunizando-lhe maior independência na tomada de decisão por investir.

O processo de análise de investimento no Brasil, embora na prática contenha etapas distintas, não há regulamentação que delimite essas etapas. Cada gestor desenvolve e impõe sua forma de análise, com metodologias próprias, que podem variar de acordo com a expertise do gestor, suas habilidades e experiências, e, logicamente, suportado por equipe de profissionais qualificados, sendo o *networking* fundamental, oportunizando a busca dos melhores parceiros.

Há um estreito funil de investimentos após a conclusão do processo de análise, chegando próximo a 1% as empresas efetivamente investidas. Em média, o prazo de investimento varia de 8 a 10 anos até o desinvestimento. Alguns dos fatores críticos apontados na pesquisa, que podem afetar positiva ou negativamente na decisão dos gestores, ajudam a entender esse baixo índice de aprovação.

Evidencia-se, na pesquisa, que investir em *venture capital* é investir em pessoas, sendo o perfil do empreendedor o fator crítico que mais afeta a tomada de decisão dos gestores. Com característica de investimento de longo prazo, aliado ao direcionamento de investimento em pessoas, é natural que haja uma elevada preocupação com riscos de relacionamento, envolvendo o empreendedor e seus sócios, ou o empreendedor e o gestor.

Sinergia é condição *sine qua non* nos investimentos em *venture capital*. A qualidade da equipe, “o time”, a complementariedade do time, é aspecto fundamental na análise dos gestores

por orientar pela decisão do investimento. O aspecto crítico ligado ao risco de relacionamento atinge as empresas constituídas por casais, que carregam a possibilidade do surgimento de problemas matrimoniais, podendo comprometer a execução do projeto planejado. Nessa indústria, ter bons relacionamentos é uma chave importantíssima.

Emerge, na pesquisa, a evidência de que o *networking*, na indústria de *venture capital*, é fundamental. Conectar-se com pessoas certas para a resolução dos problemas que surgem no transcurso do processo torna-se um grande facilitador. Ter acesso a universidades, a institutos no Brasil e no mundo é um grande diferencial e são contatos essenciais nessa indústria, ainda mais quando se precisa ter acesso a diversos mercados.

Em relação à forma de posicionamento no mercado e como executar os planos traçados para atingimento dos objetivos propostos, os gestores analisam se o modelo de negócios é aderente às tendências do mercado e se há um plano de negócios convergente a esse modelo, sendo ambos alinhados à tese de investimento do fundo, que se constitui do documento que indica a finalidade para qual o FIP é destinado.

Os gestores têm preferência por modelos de negócios que apresentem baixo custo de aquisição de clientes, CAC, sendo o modelo que agrada mais aos investidores. O plano de negócios em si não afeta a decisão dos gestores por investir no projeto, por entenderem que se tratam, na maioria das vezes, de planos negociais, mais focados no produto ou serviço e menos focado no *business*. Poderá ser construído conjuntamente com o empreendedor no transcurso do processo de investimento, até mesmo pós fase de negociação, objetivando sempre o atingimento da expansão.

Essa escalabilidade, que é a capacidade de rápida expansão dos negócios, é um fator crítico muito importante no processo de análise de investimento. A capacidade potencial de ter ascensão rápida a outros mercados, interfere na tomada de decisão dos gestores. Quanto mais escalável for o projeto, maior as chances de investimento. Projetos ligados à inovação tecnológica apresentam melhor essa capacidade.

Investir em projetos que não estejam atrelados à inovação tecnológica, está fora de cogitação pelos gestores de *venture capital*. A inovação tecnológica é o principal agente de avanços científicos, econômicos e sociais em todo o mundo e não é diferente aqui no Brasil. Os fundos buscam ativos que têm uma origem tecnológica e que não sejam facilmente copiados. O projeto tem que ter algo de ciência e tecnologia envolvido. As teses dos fundos preveem essa condição para a aplicação dos recursos aos projetos.

Verificou-se que investir em produtos com ciclos longos, que via de regra consomem mais recursos demandando mais investimentos e com modelos menos escaláveis, apresentam série de características importantes analisadas pelos gestores, como investir em biotecnologia, por exemplo. Os investimentos em *venture capital* em si já são longo prazo, e investir em produtos com ciclos longos pode desestimular os investidores, afetando a decisão dos gestores, sendo que isso passa por uma análise do mercado que o produto pretende atingir.

Identificou-se que o mercado B2C, embora possua investimentos e apresente maior capacidade de escalar, não é a prioridade para a indústria de *venture capital* no Brasil. Os planos de negócios geralmente subdimensionam o valor do custo de aquisição do cliente, CAC, e, dependendo da característica do fundo, não haverá disponibilidade para investir em novas rodadas. O B2B, que teoricamente tem um menor CAC, é mais atrativo ao gestor brasileiro.

São ainda avaliadas pelos gestores as barreiras de entrada dos produtos a serem comercializados, analisando o quanto a solução ou tecnologia é realmente disruptiva, inovadora, e quais são as seguranças de propriedade intelectual relacionadas a essa tecnologia. Existem tecnologias muito inovadoras, mas, além de não terem restrições de entrada, são fáceis de serem copiadas, e isso afeta a tomada de decisão dos gestores.

No Brasil, por razões de segurança jurídica, muitos investidores não costumam entrar no contrato social das empresas limitadas, principalmente nas fases iniciais, mas evocam seus direitos sobre aquele ativo. O quanto está diluído o capital do empreendedor, o *cap table*, é um fator crítico bastante analisado pelos gestores de *venture capital* e, dependendo da situação, pode inviabilizar investimentos.

Não há uma regra estabelecida no mercado de quando vem a ser um nível ideal de *cap table*. Fato é que quanto menor for a participação do empreendedor no negócio, menos estimulado ele se sentirá por estar a frente se dedicando. Muitas *startups* são diluídas com investidor anjo, aceleradoras, ou até mesmo com consultorias de M&A, e isso faz diferença na tomada de decisão do gestor, que foca na dedicação integral aos projetos por parte dos empreendedores.

Quanto há exigências de projeções financeiras sofisticadas, *valuations*, etc., na prática, por mais importante que sejam as finanças, e quanto a isso não se tem dúvidas, não é algo que desclassifique, num primeiro momento, uma empresa em análise na indústria de investimentos de *venture capital* no Brasil.

Nesse estágio de investimento, o tema finanças não é tão relevante quanto à tomada de decisão dos gestores por investir em novos negócios, e, por mais importante que sejam as finanças como um todo, não é a prioridade. Ter a capacidade de geração de caixa é um fator fundamental e projetar os fluxos futuros tanto quanto, mas os gestores entendem que esses aspectos poderão ser desenvolvidos com mais propriedade ao longo do andamento do projeto.

Outro aspecto evidente é que as empresas no Brasil têm dificuldade com a governança corporativa que ainda é deixada de lado em muitos casos. No processo de seleção, se não apresentam a capacidade de passar por um processo básico de *due diligence*, por uma avaliação de risco prévia, é muito difícil as chances de captação de recursos, que requer das empresas no mínimo boas práticas de governança, mesmo que minimamente estruturadas. A obrigatoriedade legal se dá para empresas com faturamento superior a R\$ 16 milhões, embora nas empresas em fases iniciais, como são as *startups*, muitos dos procedimentos estão em elaboração, sendo que o mais importante é que o empreendedor entenda que recebendo investimento, cedo ou tarde, ele precisará de governança.

Existe ainda no Brasil o risco regulatório, que afeta a decisão dos gestores, diferente de fatores de regulamentação legal que igualam a todos numa mesma regra, não possibilitando ao gestor o poder da escolha. O fator regulatório concede ao gestor o poder da decisão e esse pode ser decisivo no momento em que se tem que escolher por um, entre dois projetos.

Outra característica do mercado brasileiro é que o investimento em CAPEX não é algo que atraia investidores interessados. O *venture capital* brasileiro não é investidor de projetos com alto investimento em CAPEX. Propostas de investimento em soluções tecnológicas, disruptivas, mas que demandam um CAPEX muito alto para ter escala, sem se ter garantias de que o produto ou serviço vão escalar como projetado no plano de negócios, são analisados com muita cautela pelo gestor interferindo em suas decisões.

Quanto aos aspectos identificados que incentivam as iniciativas de investimento no Brasil, destacam-se: a taxa básica de juros baixa, que deixa de ser atrativa em investimentos tradicionais, fazendo com que os investidores busquem maiores retornos em outras classes de ativos como o *venture capital*; o momento de liquidez do mercado, com grandes volumes de recursos parados em renda fixa, buscando melhor realocação; o aporte de grandes fundos de investimento internacionais no Brasil, como é o caso citado, do SoftBank; os investimentos de grandes corporações, os *Corporate Venture Capital*, CVC, aquecendo o investimento em *startups*; e o nível atual do

empreendedor brasileiro, que muito evoluiu na última década, e engendra *cases* de sucesso por todo o mundo.

A identificação dos fatores incentivadores revela a união de dois aspectos fundamentais na indústria de *venture capital*, que é a disponibilidade de capital financeiro com a capacidade do capital humano.

Entre os aspectos identificados como inibidores de investimento no Brasil, destacam-se: a tributação complexa e desproporcional; a insegurança jurídica causada pelo nosso legislador; a burocracia que causa muita complexidade e atrasos nos atos empresariais; o mercado de capitais ainda restrito de acesso apenas a grandes empresas; e a falta de alternativas para o desinvestimento, que dificulta novas rodas e saídas do investimento. A identificação dos fatores inibidores revela a união de dois aspectos que afetam diretamente o desenvolvimento da indústria de *venture capital* no Brasil, que são questões regulatórias complexas e burocráticas com um mercado de capitais ainda restrito.

A pesquisa identifica que o país está atravessando por mudanças nas políticas econômicas e isso tem afetado positivamente a indústria de *venture capital* no Brasil, que conta atualmente com gestores otimistas em suas análises para os próximos anos.

## 5 CONCLUSÃO

A conclusão desse trabalho, quanto ao objetivo geral, permitiu identificar os fatores críticos que influenciam a tomada de decisão dos gestores de *venture capital* ao analisarem investimentos no mercado brasileiro, uma vez que foram identificados diversos fatores críticos trazidos pelos gestores em suas práticas diárias, os quais influenciam o processo de análise para a tomada de decisão, destacando-se entre elas: o perfil do empreendedor; o modelo e o plano de negócios; o mercado; a distribuição societária; análises financeiras; governança corporativa; risco regulatório; e investimentos em CAPEX.

A pesquisa identificou ainda uma série de fatores incentivadores e inibidores trazidos pelos entrevistados, que influencia o processo de tomada de decisão, embora esses independam da vontade dos empreendedores, por tratar-se de fatores mercadológicos. Os entrevistados destacaram como fatores incentivadores de investimentos no mercado brasileiro de *venture capital*: a taxa básica de juros baixa; o momento do mercado com liquidez; o aporte de grandes fundos de *venture capital* internacionais; investimentos de grandes corporações, os *corporate venture capital*; e o nível atual do empreendedor brasileiro. E destacaram como fatores inibidores de investimentos: a tributação; a insegurança jurídica; a burocracia; o mercado de capitais restrito; e a falta de alternativas para o desinvestimento.

Considerada uma indústria ainda jovem, com pouco mais de 20 anos, o Brasil tem atualmente um ecossistema em fase de amadurecimento acelerado, principalmente na última década, evidenciado pelo surgimento dos primeiros unicórnios, e por contar com recursos financeiros disponíveis para investimentos em todos os estágios existentes, comparando-se com mercados mais maduros, já desenvolvidos. Por questões da legislação e do próprio processo de amadurecimento, ainda se identifica burocratização no processo de investimento, contando com a possibilidade de participação do investidor no processo de decisão, afetando o poder de tomada de decisão por parte dos gestores. Contudo, essa cultura vem sofrendo modificações principalmente com a entrada de investidores privados, que tendem a não se submeter à participação de comitês de investimento, legando autonomia aos gestores de *venture capital*, a título do que acontece em mercados mais desenvolvidos.

As contribuições da pesquisa são as destacadas a seguir, cabendo ressaltar que não foi objetivo desse trabalho estabelecer uma ordem de importância, embora se esforçou por seguir uma sequência citada com mais frequência nas entrevistas.

- ✓ Investir em *venture capital* é investir em pessoas, tendo o perfil do empreendedor o fator crítico de maior influência na tomada de decisão, sendo que, dentro desse aspecto, destaca-se ainda a complementariedade da equipe, que é fundamental nessa indústria;
- ✓ O modelo de negócios mais aderente, preferido dos gestores, é o que busca resolver uma “grande dor do mercado”, num mercado grande, ou seja, que propõe inserir-se em grandes mercados que tenham grandes problemas e desafios a serem solucionados;
- ✓ Os planos de negócios foram destacados como muito importantes, contudo, em geral, no Brasil eles apresentam mais uma característica negocial do que direcionada ao produto, ou ao *business*, o que faz com que os gestores não o avaliem em profundidade no primeiro momento de apresentação, dispondo-se inclusive a elaboração de um plano de negócios conjuntamente com o empreendedor, e, aí sim, voltado ao produto, ao *business*;
- ✓ O mercado que mais influencia a decisão dos gestores é o que contempla desafios tecnológicos e que proporcionam escalabilidade acelerada com acesso a outros mercados;
- ✓ A composição acionária, analisada pelo *cap table* da empresa, influencia na decisão dos gestores, principalmente, quando há diluição do capital do empreendedor originário entre outros envolvidos, o que além de comprometer o seu desempenho por desestímulo, dificulta a correção nas rodadas seguintes;
- ✓ As demonstrações financeiras tradicionais, como o fluxo de caixa e a apuração do *valuation*, por mais importantes que se apresentem, no primeiro momento, não influenciam diretamente na tomada de decisão dos gestores, por avaliarem que são demonstrativos que podem ser melhor elaborados conjuntamente com o empreendedor no desenvolver do processo de análises;
- ✓ Governança corporativa não é uma exigência para a análise de investimentos inicialmente, contudo há destaque da necessidade do empreendedor brasileiro criar a cultura da governança, tanto para o cumprimento de exigências legais, quanto para a prestação de contas formais junto aos investidores;
- ✓ O Brasil apresenta uma série de riscos regulatórios que influenciam na tomada de decisão dos gestores, pois travam e atrasam os processos de desenvolvimento normal do produto ou serviços, sendo que, na decisão de escolha entre projetos, os que contêm riscos regulatórios serão criteriosamente mais avaliados;

- ✓ O *venture capital* brasileiro não é investidor de projetos com alto investimento em CAPEX, devido a maior necessidade de investimento financeiro.

A pesquisa evidencia que o *networking*, ter a rede de contatos, de relacionamentos, é primordial no avanço nessa indústria. Conhecer pessoas certas para a resolução dos problemas que surgem no transcurso do processo de empreender o projeto é fundamental. A característica do *venture capital*, por investir em inovação, requer a solução de muitos problemas tecnológicos, e o acesso às universidades, aos institutos no Brasil e no mundo, onde é o nascedouro dessa tecnologia, são essenciais.

As contribuições da pesquisa, observadas com a identificação dos fatores incentivadores apontados pelos gestores e que mais influenciam na tomada de decisão por investir no mercado brasileiro, revelam a união de dois aspectos que são fundamentais na indústria de *venture capital*, que é a disponibilidade de capital financeiro para todas as etapas de financiamento, aliada à alta capacidade de gestão do capital humano envolvido no processo.

Em relação à identificação dos fatores inibidores que influenciam na tomada de decisão, a contribuição desta pesquisa destaca a junção de dois aspectos que afetam negativamente o desenvolvimento da indústria de *venture capital* no Brasil, que são questões regulatórias complexas e burocráticas, que afastam os investidores, principalmente estrangeiros que encontram dificuldades de compreender nosso emaranhado de leis, com um mercado de capitais ainda restrito, não favorecendo as saídas, o desinvestimento.

Em relação às limitações desta pesquisa, tem-se o fato de que a quantidade de entrevistas realizadas pode não representar o que pensam a totalidade dos gestores de *venture capital* do Brasil. Sendo assim, não se pode garantir que os fatores apontados estão em concordância com a totalidade dos gestores existentes no mercado.

Neste sentido, vislumbrando o horizonte das pesquisas futuras, na temática desta dissertação, são apresentadas duas sugestões para posteriores investigações. Uma oportunidade de pesquisa, considerando que o mercado brasileiro de *venture capital* está em fase de amadurecimento acelerado, atravessando por processos de transformação constante, seria investigar até que ponto o *venture capital* no Brasil ainda apresenta diferenças em relação aos mercados mais maduros e se identificado diferenças, como elas ainda influenciam no nosso desenvolvimento.

Outra oportunidade seria investigar a autonomia dos gestores de *venture capital* no Brasil e a influências dos comitês de investimento na decisão dos gestores. Sobre esse aspecto, seria importante investigar como são compostos os comitês de investimento nos fundos atuais e se há uma tendência de redução da presença de investidores presentes nesses comitês, ou, até mesmo, a redução da formação de comitês, considerando que não são obrigatórios.

Para concluir essa pesquisa, ficaram algumas certezas e evidências, como a compreensão de que, antes de investir em inovação, em tecnologias disruptivas, investir em *venture capital* é investir em pessoas; que o *networking* é um elemento chave nesse ecossistema; que essa indústria no Brasil está em pleno processo de desenvolvimento, sendo que a sociedade precisa se aculturar mais dos impactos sociais que ela oferece para o crescimento do nosso país. E a maior das evidências é a de que “jabuticaba brasileira” está amadurecida! O quanto? Futuras pesquisas poderão contribuir.

## REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Renata Mendes de; CHUERI, Luciana de Oliveira Vilanova. **Pesquisa e Inovação: visões e interseções**. Rio de Janeiro: Publit, 2017.

ASHEIM, Bjorn; GRILLITSCH, Markus; TRIPPL, Michaela. Regional Innovation Systems: Past – Presence – Future. **Circle: Papers in Innovation Studies**, Oslo, v. 36, n. 2015, set. 2015.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), **Código de Regulação e Melhores Práticas para FIP e FIEE**. Rio de Janeiro, 2011.

Associação Brasileira de Private Equity e *Venture Capital* (ABVCAP). **Sobre o setor: capital empreendedor**. São Paulo: 2019. Disponível em: < <http://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>>. Acesso em 14 de out 2019.

BASSANI, Rafael. Capital de Risco no Brasil: estamos só começando. **Endeavor Brasil Empreendedorismo**, São Paulo: 2015. Disponível em <https://endeavor.org.br/capital-derisco-brasil-estamos-comecando>. Acesso em: 28 de nov 2018.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. Edição 1ª. São Paulo: Edições 70, 2016.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)>. Acesso em: 15 de dez. 2019.

CARVALHO, Antônio Gledson; NETTO, Humberto Gallucci; SAMPAIO, Joelson Oliveira. *Privaty Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Evolution*. **Rev. Bras. Finanças**, Rio de Janeiro, Vol. 12, No. 4, December 2014, pp. 499-515

CASSIOLATO, José Eduardo; LASTRES, Helena Maria Martins. Sistemas de inovação e desenvolvimento: as implicações de política. **São Paulo em Perspectiva**, [s.l.], v. 19, n. 1, p.34-45, mar. 2005.

CICCONI, E.G. Proposta de um modelo de tomada de decisão de investimento por parte dos fundos de *venture capital* em start-up de biotecnologia no Brasil. 2014. 142 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2014.

CHERNENKO, S; LERNER, J; e ZENG, Y. Mutual Funds as Venture Capitalists? Evidence From Unicorns. **National Bureau Of Economic Research**. NBER Working Paper nº. 23981, out. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução: 578**. Rio de Janeiro: CVM 2018. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>. Acesso em 14 out. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução: 579**. Rio de Janeiro: CVM 2018. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>>. Acesso em 14 out. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução: 554**. Rio de Janeiro: CVM 2018. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>>. Acesso em 14 out. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução: 555**. Rio de Janeiro: CVM 2018. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em 14 out. 2018.

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. v. 666. John Wiley & Sons, 2012.

DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael. **Introdução ao Private Equity**. São Paulo: Atlas, 2015.

FIATES, José Eduardo Azevedo. **Influência dos ecossistemas de empreendedorismo inovador na indústria de *Venture Capital*: estratégias de apoio às empresas inovadoras**. Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Programa de Pós-Graduação em Engenharia e Gestão do Conhecimento. Florianópolis, 2014.

FREEMAN, Christoph; SOETE, Luc. **A economia da inovação industrial**. Editora da UNICAMP, 2008.

FREEMAN, Christoph. **Technology policy and economic performance**. Londres: Pinter Publishers London and New York, 1987.

Fundação Getúlio Vargas (FGV). **A indústria de private equity e *venture capital*: 2º censo brasileiro**. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14136>. Acesso em: 14 out. 2018.

FURTADO, C V; RAMALHO, C. *Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital*, GVCepe – Centro de Estudos de Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP. São Paulo, 2008. Disponível em: [https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13439/Panorama%20da%20ind%20C3%BAstria%20brasileira%20de%20Private%20Equity%20e%20Venture%20Vapital\\_2008.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13439/Panorama%20da%20ind%20C3%BAstria%20brasileira%20de%20Private%20Equity%20e%20Venture%20Vapital_2008.pdf?sequence=1&isAllowed=y)>. Acesso em: 18 de dez. 2018.

GARCEZ, M. P.; ANSELMO, J. L. O Panorama Brasileiro do Capital de Risco: Características, Evolução e Perspectivas. In: SEMINÁRIO LATINO-IBEROAMERICANO DE GESTIÓN TECNOLÓGICA, 11., 2005, Salvador. Anais... Salvador, 2005.

GERKEN, Louis C.; WHITTAKER, Wesley A. **The Little Book of *Venture Capital* Investing: Empowering Economic Growth and Investment Portfolios**. Hoboken: Wiley, 2014.

GOMPERS, P; KAPLAN, S N.; MUKHARLYMOV, V. What Do Private Equity Firms Say They Do? **Harvard Business School**. Working Paper 15-081, apr, 2015.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. What drives *venture capital* fundraising. *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics: 1998*, p. 149-204, 1998

GOMPERS, P.; LERNER, J. The *venture capital* revolution. **Journal of Economic Perspectives**, p. 145, 2001.

GOMPERS, P; LERNER, J. The origins of ownership structure: 1. The Determinants of Corporate *Venture Capital* Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities. **National Bureau Of Economic Research**, <http://www.nber.org/chapters/c9004>. 2001

GOMPERS, P.; LERNER, J.; BLAIR, M; HELLMANN, T. What Drives *Venture Capital* Fundraising? **Brooking Papers on Economic Activity. Microeconomics, v.1998**.

GOMPERS, P; GORNALL, W; KAPLAN, S N.; STREBULAEY, I. How Do Venture Capitalists Make Decisions?. **National Bureau Of Economic Research**, NBER Working Paper No. 22587, Sep, 2016.

GVCEPE. A Indústria de *Private equity e Venture capital* - Segundo Censo Brasileiro. **ABDI**, 2011.

Instituto de Desenvolvimento do Mercado de Capitais (IDMC), **Guia de Private Equity**. Minas Gerais, 2015. Disponível em: <http://www.idmc.org.br/wp-content/uploads/sites/72/2018/06/Guia-Private-Equity-e-Venture-Capital-IMMC.pdf>>. Acesso em 15 de dezembro 2018.

Kaplan, S N; Stromberg, P. *Venture capitals* as principals: Contracting, screening, and monitoring. **American Economic Review: Papers and Proceedings**, 2004.

KIRIHATA, T. *Venture capitalist's* investment decision making in the new technology based firms in Japan. **Working Paper n. 93**, Kyoto University, 2008. Disponível em: <<http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~chousa/WP/93.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2018.

LEONEL, Solange Gomes. Mitos e verdades sobre a indústria de *venture capital*. Universidade Federal de Minas Gerais – Faculdade de Ciências Econômicas, BH 2014.

LERNER, J. **Boulevard of Broken Dreams**: why public efforts to boost entrepreneurship and *venture capital* have failed – and what to do about it. Princeton (USA): Princeton University Press, 2009.

LUNDEVALL, Bengt-ake. **National Systems of Innovation**: Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning. London: Pinter, 1992.

MELO, Tatiana Massaroli; FUCIDJI, José Ricardo; POSSAS, Mario Luiz. Política industrial como política de inovação: notas sobre hiato tecnológico, políticas, recursos e atividades inovativas no Brasil, 2015.

METRICK, A; YASUDA, A. *Venture Capital* and other Private Equity: A Survey. **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 16652, Dec, 2010.

MISHRA, S.; KEMMERER, B.; SHENOY, P.P. **Managing *venture capital* investment decisions: a knowledge-based approach**. Working Paper. 2009 Disponível em: <<http://web.ku.edu/~pshenoy/Papers/BKEREC01.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2018.

MUZYKA, D.; BIRLEY, S.; LELEUX, B. Trade-off in the investment decisions of European *venture capitalists*. **Journal of Business Venturing, New York**, v. 11, p. 273-287, 1996.

NANDA, R; KROPF; M R. Coordination Frictions in *Venture Capital* Syndicates. **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 24517, Apr, 2018.

NELSON, Richard R.; ROSENBERG, Nathan. Technical innovation and national systems. **National innovation systems: A comparative analysis**, v. 322, 1993.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico – OCDE. Disponível em: <<https://www.oecd.org>>. Acesso em 16 de ago 2019.

RICHARDSON, Robert Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1989.

RIN, M D; HELLMANN, T F.; PURI, M. A survey of *venture capital* research. **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 17523, Oct, 2011.

SCHUMPETER, Joseph A. **The theory of economic development**. Cambridge, Harvard University, 1957.

SILVA, Alexandre Pacheco da. *Venture capital* à brasileira : adaptações e limitações ao financiamento de startups. – Campinas, SP : [s.n.], 2019. Orientador: Sérgio Robles Reis de Queiroz. SiTese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Geociências.

SOUZA, Sergio Henrique Miranda de. **Capital Empreendedor: *Venture Capital* & Private Equity** – Capital de Risco. Curitiba: Juruá, 2008.

TEIXEIRA, Diogo; GAMMINO, Fabrizio; MACEDO, Fernanda. **Pesquisa e Inovação: visões e interseções**. Rio de Janeiro: Publit, 2017.

TYEBJEE, T. T.; BRUNO, A. V. A model of *venture capitalist* investment activity. **Management Science**, v. 30, n. 9, p. 1066, 1984.

WEIBLEN, Tobias; CHESBROUGH, Henry W. Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation. **California Management Review**, v. 57, 66-90, (2015).

## APÊNDICE A - CARTA DE APRESENTAÇÃO DE PESQUISA ACADÊMICA



### CARTA APRESENTAÇÃO DE PESQUISA ACADÊMICA

Eu, Alexandre Machado da Costa, aluno do curso de Mestrado em Ciências Contábeis na Unisinos, matrícula 1806650, sob a orientação do Prof. Dr. Roberto Frota Decori, estou desenvolvendo minha pesquisa sobre a tomada de decisão de gestores de fundos de venture capital no mercado brasileiro.

Para realizar esta pesquisa, estou entrando em contato com gestores que atuam no Brasil. Sua participação seria muito válida para o desenvolvimento do trabalho e, por isso, estou me apresentando. Em breve entrarei em contato para tentar marcar uma breve entrevista sobre o assunto, que pode ser pessoalmente ou por Skype, de acordo com sua disponibilidade. Trata-se de uma pesquisa de cunho unicamente científico, e os dados desta pesquisa são confidenciais e serão utilizados exclusivamente para fins acadêmicos.

Desde já, agradeço sua atenção.

Um abraço,

Alexandre Machado da Costa

48+999771348

[alexandrecontadoronline@yahoo.com.br](mailto:alexandrecontadoronline@yahoo.com.br)

Skype: alexandrecontadoronline1

UNIVERSIDADE DO VALE DOS SINOS

Av. Unisinos, 950 Caixa Postal 275 CEP 93022-750 | São Leopoldo | Rio Grande do Sul | Brasil | (51) 35911122  
[www.unisinos.br](http://www.unisinos.br)



## **APÊNDICE B – ROTEIRO DE ENTREVISTAS**

### **ROTEIRO DE ENTREVISTAS**

---

As entrevistas têm prazo de duração previsto de 25 a 35 minutos.

Constitui-se de quatro perguntas norteadoras e de acordo com o andamento das entrevistas, poderão ser inseridas outras perguntas, objetivando esclarecer melhor o objeto da pesquisa.

#### **PERGUNTAS:**

01 – O QUE VOCÊ CONSIDERA IMPORTANTE PARA INVESTIR EM UMA EMPRESA NO BRASIL? (QUE RISCOS VOCÊ TENTA EVITAR)

02 – QUAIS OS PRINCIPAIS ASPECTOS CRÍTICOS VOCÊ AVALIA PARA A TOMADA DE DECISÃO NO PROCESSO DE INVESTIMENTO? (RELATE SOBRE O PROCESSO)

03 – QUE FATORES INCENTIVADORES E INIBIDORES DE INVESTIMENTO VOCÊ IDENTIFICA NO MERCADO BRASILEIRO?

04 – RELATE COMO FUNCIONA O ECOSISTEMA DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL.

## APÊNDICE C - CARTA DE RECOMENDAÇÃO



De: Gerência de Serviços Acadêmicos – UNISINOS

### Apresentação

Apresentamos o estudante **Alexandre Machado da Costa**, nº 1806650, aluno do curso de **Mestrado no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - Área de Concentração: Controladoria e Finanças**, nível Pós-Graduação Estrito Sensu, reconhecido pela Portaria do Ministério da Educação nº 2.878/2005, D.O.U. de 26/08/2005 e pela Portaria do Ministério da Educação nº 656/2017, D.O.U. 27/07/2017, p. 20 - seção 1, desta Universidade, que deseja realizar entrevistas, a fim de elaborar sua *Dissertação*.

Informamos, também, que até o presente momento nada consta em nossos arquivos que desabone a sua conduta estudantil.

.....  
São Leopoldo, 23 de maio de 2019.

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS

  
 Matielle Viafore da Silva  
 Atendimento | Unisinos

Documento nº 2987 / 2019