

Rodrigo Ventura de Oliveira

**REVISÃO E MAPEAMENTO DA LITERATURA
INTERNACIONAL RECENTE SOBRE O PROCESSO DE
DECISÃO DE GESTORES DE VENTURE CAPITAL**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina para a obtenção do Grau de Mestre em Engenharia de Produção.

Orientador: Álvaro Guillermo Rojas Lezana, Dr.

Florianópolis
2013

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária
da UFSC.

Oliveira, Rodrigo Ventura de
Revisão e Mapeamento da Literatura Internacional
recente sobre o Processo de Decisão de Gestores de Venture
Capital / Rodrigo Ventura de Oliveira ; orientador, Álvaro
Guillermo Rojas Lezana - Florianópolis, SC, 2013.
162 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Catarina, Centro Tecnológico. Programa de Pós-Graduação em
Engenharia de Produção.

Inclui referências

1. Engenharia de Produção. 2. Venture Capital. 3.
Revisão Sistemática. 4. Processo Decisório. 5. Fatores de
Seleção. I. Lezana, Álvaro Guillermo Rojas. II.
Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-
Graduação em Engenharia de Produção. III. Título.

Rodrigo Ventura de Oliveira

**REVISÃO E MAPEAMENTO DA LITERATURA
INTERNACIONAL RECENTE
SOBRE O PROCESSO DE DECISÃO DE GESTORES DE
VENTURE CAPITAL**

Esta dissertação foi julgada adequada para a obtenção do Grau de Mestre em Engenharia de Produção na área de concentração em Inteligência Organizacional do Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina e aprovada, em sua forma final, em 18 de setembro de 2013.

Prof. Lucila Maria De Souza Campos, Dra.
Coordenadora do Curso

Banca Examinadora:

Prof. Álvaro Guillermo Rojas Lezana, Dr.
Orientador

Nelson Casarotto Filho, Dr.
UFSC

Carlos Roberto De Rolt, Dr.
UDESC

Anacleto Angelo Ortigara, Dr.
SEBRAE/SC

Este trabalho é dedicado ao meu Pai,
Carlos Eduardo Cunha de Oliveira,
saudades eternas.

AGRADECIMENTOS

Muitas pessoas contribuíram direta e indiretamente para a conclusão deste trabalho. Com a certeza que deixo algumas de lado, e de antemão peço minhas desculpas, agradeço:

- Ao professor Dr. Álvaro Guillermo Rojas Lezana, pela oportunidade, confiança, apoio e compreensão nessa jornada exaustiva, mas recompensante.
- Aos professores e membros da banca examinadora Dr. Nelson Casarotto Filho, Dr. Carlos Roberto De Rolt, Dr. Anacleto Angelo Ortigara, por terem aceitado meu convite e contribuído de maneira tão pertinente para a melhoria do trabalho.
- Aos meus colegas do Laboratório de Empreendedorismo, Janaína Renata Garcia, Alexandre Meira de Vasconcelos, Núbia Ferreira, Luciano Vignochi e Luciane Camilotti, pela amizade, incentivo, aconselhamento e conhecimento compartilhado, sem vocês não teria realizado o que realizei.
- Ao CNPq, pelo auxílio financeiro.
- Aos meus amigos e familiares, pela alegria nas horas de descanso e pelo apoio incondicional nas horas difíceis.
- Ao meu irmão Fernando Ventura de Oliveira, pela parceria incomparável em todos os momentos de nossas vidas, por ser um modelo de competência e profissionalismo, e pelo orgulho de tê-lo como irmão.
- A minha Avó Vera, por ser a mulher mais forte que já conheci, um exemplo que me inspira todos os dias, pelo seu enorme carinho e pelos sacrifícios inquestionáveis.
- A minha Mãe, pelo amor incondicional, pela educação firme que me proporcionou desde criança, pela nossa amizade, simplesmente excepcional, e pelo apoio, fora de série, nos piores e nos melhores momentos.
- E finalmente ao meu Pai, a quem dedico este trabalho, por ter sido um empreendedor sonhador e corajoso, me proporcionando verdadeiras aventuras, por sua honestidade, alegria e pela paixão que viveu a sua vida, meu grande mestre, me ensinando sempre, seja do jeito certo, seja do errado, sua trajetória e sensibilidade marcantes ficarão pra sempre na minha memória.

RESUMO

DE OLIVEIRA, Rodrigo Ventura. **REVISÃO E MAPEAMENTO DA LITERATURA INTERNACIONAL RECENTE SOBRE O PROCESSO DE DECISÃO DE GESTORES DE VENTURE CAPITAL**. 2013. 138 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

Este estudo se configura como um trabalho teórico-descritivo, uma revisão sistemática da literatura internacional recente sobre o processo de decisão de gestores de *venture capital*. Foram mapeados os fatores que exercem influência sobre o processo decisório, ligados às empresas-alvo, e também ligados aos gestores de *venture capital*, citados pela literatura internacional recente. Encontraram-se 144 fatores ligados às empresas-alvo, posteriormente agrupados em seis categorias, e 62 fatores ligados aos gestores de recursos, posteriormente agrupados em oito categorias. Embora a literatura não seja conclusiva no que diz respeito aos grupos de fatores usados por gestores de *venture capital* na busca e seleção de oportunidades de investimento, existem claras evidências de que autores e pesquisas recentes se limitam a quatro grupos (Empreendedor, Mercado, Finanças e Produto & Serviço), suprimindo dois outros (Plano e Modelo de Negócios e Ecossistema Empreendedor / Econômico). Mostra-se que tais grupos de fatores deveriam ser levados em consideração na mesma ordem de importância. Apresenta-se também neste trabalho um mapa da literatura internacional, onde são analisadas diversas variáveis quantitativas do portfólio-alvo. Iniciando com uma análise bibliométrica incluindo verificação de autores, artigos, referências, palavras-chaves e periódicos. Em seguida trata-se especificamente dos aspectos metodológicos dos artigos escolhidos no portfólio central, passando também pelos artigos do portfólio brasileiro. Por fim, apresenta-se uma revisão exaustiva de cada um dos grupos de fatores do processo de prospecção e seleção de oportunidades de investimento em *venture capital*, segundo a literatura internacional recente e também de acordo com os trabalhos mais citados pelo portfólio central.

Palavras-chave: *Venture Capital*, Revisão Sistemática, Processo decisório, Fatores de Seleção.

ABSTRACT

DE OLIVEIRA, Rodrigo Ventura. **MAPPING AND REVIEW OF THE RECENT INTERNATIONAL LITERATURE ON THE DECISION-MAKING PROCESS OF VENTURE CAPITAL MANAGERS**. 2013. 138 f. Dissertation (Master in Production Engineering) – Post-Graduate Program in Production Engineering, Federal University of Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

This research was established as a theoretical-descriptive work, a systematic review of recent international literature on the decision-making process of venture capital managers. We mapped the factors that influence the decision making process, linked to target companies, and also linked to the venture capital managers, cited by the recent international literature. We found 144 factors related to target companies, subsequently grouped into six categories and 62 factors related to resource managers, subsequently grouped into eight categories. Although the literature is not conclusive with respect to groups of factors used by venture capital managers in the search and selection of investment opportunities, there is clear evidence that recent research authors are limited to four groups (Entrepreneur, Market, Finance and Product & Service), and escaping another two (Business Plan and Model and Entrepreneurial & Economic Ecosystem). It is shown that such groups of factors should be considered in the same order of importance. We also present here a map of the international literature, where several quantitative variables of the targeted portfolio are analyzed. Starting with a bibliometric analysis including verifications of authors, articles, referrals, keywords and periodicals. Then we present the map of the methodological aspects of the selected articles in central portfolio, also going by the articles of the Brazilian portfolio. Finally, it presents an exhaustive review of each group of factors of the investment opportunities selection process in venture capital industry, according to the recent international literature and also in accordance with the most cited papers of the central portfolio.

Keywords: Venture Capital, Systematic Review, Decision Making, Selection Factors.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Funil de seleção de referências	51
Figura 2 - Modelo conceitual dos grupos de fatores ligados às empresas	131
Figura 3 - Modelo conceitual dos grupos de fatores ligados aos gestores de recursos.....	134

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Referências do portfólio alvo por ano de publicação.....	53
Gráfico 2 - Número de artigos do portfólio alvo por faixa de volume de referências	56
Gráfico 3 - Autores mais citados como primeiro e como segundo autor	59
Gráfico 4 - Países-alvo da amostragem e/ou estudos qualitativos apresentados nos artigos.....	64

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Busca nas bases de artigos	46
Tabela 2 - Autores com mais publicações no portfólio alvo	54
Tabela 3 - Artigos do portfólio alvo com maior quantidade de citações	54
Tabela 4 - Periódicos com maior frequência no portfólio alvo	55
Tabela 5 - Conjunto de palavras-chave mais frequentes no portfólio alvo	56
Tabela 6 - Referências mais citadas pelos artigos do portfólio alvo	57
Tabela 7 - Periódicos mais frequentes das referências mais citadas do portfólio alvo	58
Tabela 8 - Grupos de pesquisa com mais referências citadas no portfólio-alvo.....	59
Tabela 9 - Escopo da metodologia do portfólio central.....	60
Tabela 10 - Escopo de método versus alvo temporal	61
Tabela 11 - Unidade de análise alvo do portfólio central.....	61
Tabela 12 - Bases de dados mais utilizadas no portfólio central.....	62
Tabela 13 - Categorias de dados do portfólio central.....	62
Tabela 14 - Quantidade das amostras por categoria de dados e unidades de análise.....	63
Tabela 15 - Quantidade de artigos por alvo temporal e categoria de dados	65
Tabela 16 - Soma e média dos recortes temporais por categoria de dados	65
Tabela 17 - Quantidade de artigos por escopo de especificidade de parâmetro e setor	66
Tabela 18 - Frequência cruzada de fatores ligados às empresas e aos gestores de recursos.....	67
Tabela 19 - Categorias das referências do portfólio brasileiro	67
Tabela 20 - Escopo principal das referências do portfólio brasileiro	68
Tabela 21 - Mapeamento dos grupos de fatores ligados às empresas ...	71
Tabela 22 - Frequência dos grupos de fatores ligados às empresas	72
Tabela 23 - Frequência de ocorrências comuns entre os fatores ligados às empresas.....	73
Tabela 24 - Frequência de ocorrências cruzadas entre os fatores ligados às empresas.....	73
Tabela 25 - Fatores mais frequentes ligados às empresas	74
Tabela 26 - Frequência dos grupos de fatores ligados aos gestores de recursos	75
Tabela 27 - Fatores mais frequentes ligados aos gestores de recursos..	76
Tabela 28 - Grupos de fatores ligados às empresas.....	79

Tabela 29 - Subgrupos de fatores ligados ao Empreendedor	81
Tabela 30 - Lista de fatores do subgrupo Capital Humano.....	84
Tabela 31 - Lista de fatores do subgrupo Comportamento Empreendedor	87
Tabela 32 - Lista de fatores do subgrupo Capital Social.....	89
Tabela 33 - Lista de fatores do subgrupo Comunicação / Negociação .	91
Tabela 34 - Lista de fatores do subgrupo Time.....	93
Tabela 35 - Lista de fatores do subgrupo Demográficos	94
Tabela 36 - Lista de fatores do grupo Produto / Serviço.....	97
Tabela 37 - Lista de fatores do grupo Financeiro	99
Tabela 38 - Lista de fatores do grupo Mercado-alvo	100
Tabela 39 - Lista de fatores do grupo Plano e Modelo de Negócios...	102
Tabela 40 - Lista de fatores do grupo Ecossistema Empreendedor e Econômico	105
Tabela 41 - Grupos de fatores ligados aos gestores de <i>venture capital</i>	107
Tabela 42 - Categorias de investidores	109
Tabela 43 - Características dos gestores de recursos	113
Tabela 44 - Lista de fatores do grupo Captação de Recursos	114
Tabela 45 - Lista de fatores do grupo Tese de Investimento & Originação.....	117
Tabela 46 - Lista de fatores do grupo Avaliação	122
Tabela 47 - Lista de fatores do grupo Negociação.....	124
Tabela 48 - Lista de fatores do grupo Investimento.....	127
Tabela 49 - Lista de fatores do grupo Monitoramento e Desempenho	129
Tabela 50 - Fatores que impactam positivamente o processo decisório de gestores de <i>venture capital</i>	138

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	21
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA.....	24
1.2. OBJETIVO GERAL.....	25
1.3. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	25
1.4. JUSTIFICATIVA.....	26
1.5. ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	27
1.6. DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	28
1.7. LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	28
1.8. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	28
2. REFERENCIAL TEÓRICO	31
2.1. HISTÓRICO DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	32
2.2. ESTRUTURA E DINÂMICA DO SETOR DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	36
2.3. PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DOS GESTORES DE RECURSOS.....	39
3. METODOLOGIA	45
3.1. DESCRIÇÃO DO PROCESSO.....	45
3.2. COLETA DE DADOS.....	45
3.3. ANÁLISE DE DADOS.....	47
3.4. SÍNTESE DE DADOS.....	50
4. ANÁLISE DOS DADOS	53
4.1. ANÁLISE BIBLIOMÉTRICA.....	53
4.2. ASPECTOS METODOLÓGICOS E AMOSTRAIS DO PORTFÓLIO CENTRAL.....	60
4.2.1. Portfólio Alvo	60
4.2.2. Portfólio Brasileiro	67
4.3. FATORES LIGADOS ÀS EMPRESAS REFERENTES AO PORTFÓLIO CENTRAL.....	69
4.4. FATORES LIGADOS AOS GESTORES DE RECURSOS REFERENTES AO PORTFÓLIO CENTRAL.....	75
5. RESULTADOS DA PESQUISA	77
5.1. MAPA DA LITERATURA INTERNACIONAL RECENTE – PORTFÓLIO CENTRAL.....	77
5.1.1. Fatores ligados às empresas	77
5.1.2. Fatores ligados aos gestores de recursos	107
5.2. MODELO CONCEITUAL DO PROCESSO DE ANÁLISE DE OPORTUNIDADES.....	130
5.2.1. Fatores ligados às empresas	131
5.2.2. Fatores ligados aos gestores de recursos	134

5.3.	DISCUSSÃO.....	137
5.3.1.	Principais Consensos, Descobertas e Conclusões ..	137
5.3.2.	Lacunas e Oportunidades de Pesquisa	141
6.	CONCLUSÃO.....	143
6.1.	RESUMO DA PESQUISA	143
6.2.	CONTRIBUIÇÕES PARA A LITERATURA / COMUNIDADE CIENTÍFICA	144
6.3.	CONTRIBUIÇÕES PARA OS AGENTES ECONÔMICOS E DE MERCADO.....	144
6.4.	CONTRIBUIÇÕES PARA A SOCIEDADE.....	145
6.5.	LIMITAÇÕES.....	145
7.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	147
8.	BIBLIOGRFIA CONSULTADA	155

1. INTRODUÇÃO

O *venture capital* se tornou, ao longo dos anos, uma alternativa legítima de financiamento para empresas, principalmente as empresas classificadas como nascentes e inovadoras. Tais empresas atuam na fronteira de tecnologias e mercados emergentes e os investimentos nesses campos têm suportado o processo empreendedor (TYEBJEE e BRUNO, 1984).

Do ponto de vista da pesquisa científica, o *venture capital* se posiciona como um campo de investigação na área de finanças (WRIGHT e ROBBIE, 2003). Algumas razões explicam o interesse da comunidade científica por este campo de pesquisa, dentre os quais, Franke, Gruber *et al.* (2008) destacam da literatura: (i) o conhecimento dos critérios utilizados por investidores ajudariam empreendedores no processo de captação de recursos; (ii) as descobertas seriam utilizadas pelos próprios investidores para se compararem com seus pares; (iii) a medida que investidores de *venture capital* são reconhecidos por identificar empresas promissoras, seus critérios de avaliação poderiam ser interpretados como fatores de sucesso para empresas nascentes. Pesquisadores buscam entender o processo decisório ligado a decisão de investimento, ou seja, os critérios de seleção e até mesmo o processo cognitivo relacionado à tomada de decisão (DIMOV, SHEPHERD *et al.*, 2007). Contudo, de acordo com Wright e Robbie (2003), este interesse não anda em sincronia com o próprio desenvolvimento do segmento. Segundo estes autores, a pesquisa acadêmica, do começo do século, estava atrasada em relação à evolução do setor, tanto nos Estados Unidos quanto em outros lugares.

O *venture capital* é tipicamente definido como o investimento feito por profissionais, investidores de longo prazo, que injetam recursos financeiros em troca de participação societária, em pequenas empresas privadas, com alto perfil de risco, almejando o ganho de capital (WRIGHT e ROBBIE, 2003; SORENSEN, 2007). Para tanto, as empresas de *venture capital* captam recursos financeiros com indivíduos e instituições para realizarem investimentos em negócios em estágios iniciais de desenvolvimento, mas com alto potencial de crescimento. Uma vez que as empresas de *venture capital* viabilizam um fundo de investimento, precisam identificar oportunidades, estruturar e executar as transações com empreendedores, monitorar os investimentos e por último realizar o ganho de capital (SAHLMAN, 1990).

Existe um estágio no ciclo de vida de uma empresa nascente de alta tecnologia que a organização necessita de financiamento externo,

pois não gera receita suficiente para manter sua operação. Os recursos provenientes de investidores de *venture capital* são cruciais nesse estágio. Os investidores recebem participações societárias em troca desse recurso. Este tipo de investimento é considerado de alto risco e bancos comerciais não costumam emprestar dinheiro a empresas nesse estágio, justamente por causa desse perfil de risco (FERRARY e GRANOVETTER, 2009). Observa-se que existem diferenças marcantes entre o *venture capital* e os demais segmentos das finanças corporativas (WRIGHT e ROBBIE, 2003). Na falta de ativos que possam comprovar um fluxo de caixa, empresas nascentes de tecnologia não são capazes de captar recursos financeiros em fontes convencionais, como os bancos comerciais e o mercado financeiro como um todo (FERRARY e GRANOVETTER, 2009). Como ressaltam Parhankangas e Hellström (2007), o risco está no cerne do processo empreendedor, bem como dos investimentos que envolvem empresas nascentes. Desta forma, um número considerável de empresas fracassará por não conseguir obter *venture capital* para investimento, particularmente durante as fases críticas iniciais. Por essa razão, os investimentos de *venture capital* são considerados mais do que financiamentos de empresas nascentes, eles são, em verdade, uma fonte de financiamento para a inovação em si (FERRARY e GRANOVETTER, 2009).

O *venture capital* envolve o financiamento de empresas novas e transformadoras, que contrastam muito em termos de informações em relação a empresas já estabelecidas e de capital aberto, gerando um problema muito particular e conhecido, o da assimetria de informações. Os investidores desse tipo de empresa são atraídos por esse perfil de oportunidade em função de competências específicas que possuem (WRIGHT e ROBBIE, 2003). Evidências indicam que os profissionais do ramo, utilizam seu conhecimento de determinada indústria e habilidades de monitoramento para financiar projetos com incertezas significantes. Concentrando assim seus investimentos em empresas nascentes em indústria de alta tecnologia (GOMPERS, 2012). Sendo assim, os gestores de *venture capital* acabam se envolvendo ativamente na gestão destas empresas, normalmente se tornando membros do conselho administrativo e absorvendo importantes direitos econômicos além dos direitos societários (SAHLMAN, 1990).

Na década de 80, 90 e início dos anos 2000, a indústria de *venture capital* nos Estados Unidos experimentou um crescimento acentuado. Os fluxos de injeção de capital expandiram de virtualmente zero, na metade da década de 70, chegando à ordem de US\$ 105 bilhões no ano 2000. Apesar desse crescimento e da atenção recente recebida,

equivocos em relação a conceitos e a natureza dessa modalidade de investimento, bem com a atividade de seus gestores permanecem. Uma das alegações, encontrada comumente em guias para empreendedores, é de que investidores de *venture capital* são puramente financistas, que não agregam valor às empresas que investem (GOMPERS e LERNER, 2004).

A etapa de avaliação das oportunidades de investimento é executada de forma sistemática, onde levam-se em conta, segundo Macmillan, Siegel *et al.*, (1986), seis categorias de risco, que devem ser gerenciadas: I) Risco de perder o investimento; II) Risco de ser incapaz de resgate se necessário; III) Risco de fracasso na implementação do negócio; IV) Risco competitivo; V) Risco de fracasso da gestão; V) Risco de fracasso da liderança.

Um dos fatores mais estudados nas pesquisas científicas do espectro analisado é a própria equipe gestora do negócio em análise, na maioria dos casos os próprios empreendedores fundadores da empresa. Dentre os estudos mais recentes, que tratam deste construto, podem-se citar Kaplan, Sensoy *et al.*, 2009; Franke, Gruber *et al.*, 2008; Beckman, Burton *et al.*, 2007; Zhang, 2011. A gestão do negócio é considerada um elemento de alta importância, e sendo assim, existem muitos atributos que os investidores gostariam de observar nos times que investem. De acordo com Fried e Hisrich (1994), em primeiro lugar, os gestores do negócio devem apresentar integridade pessoal. Em segundo lugar, eles devem mostrar bom histórico profissional. Gestores tem que ser realistas e terem a habilidade de identificar os riscos do negócio, bem como desenvolver planos de mitigação dos mesmos. Os gestores do negócio também precisam trabalhar duro, serem flexíveis e terem um bom entendimento do negócio. Por fim, devem ter capacidade de liderança, em bons e maus tempos, e possuírem experiência em gestão.

Já a fase de monitoramento é quando o empreendedor adquire acesso ao conhecimento do seu investidor (FERRARY e GRANOVETTER, 2009). A participação desse investidor está atrelada a diversas medidas de profissionalização da empresa, como políticas de recursos humanos, adoção de plano de compra de ações, a contratação de executivos como um vice-presidente de marketing. Vale à pena ressaltar que, empresas investidas por *venture capital* apresentam uma tendência maior de substituir um presidente co-fundador por um executivo externo quando isso se mostra necessário, do que empresas sem apoio deste tipo de investimento. Evidências sugerem que as empresas de *venture capital* realmente assumem um papel muito além de intermediadores financeiros tradicionais (HELLMANN e PURI,

2002). Esta pesquisa buscou entender esse papel e traz conclusões de pesquisas científicas desde a formatação do instrumento de investimento, passando pela interação e análise do empreendedor, até a sua participação no desempenho da empresa.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

A partir da revisão foi possível delinear de forma objetiva o problema da pesquisa, lastreando, tanto seu enunciado, quanto suas justificativas, na literatura sobre o tema.

Quais são os fatores de análise, reconhecidos pela literatura internacional encontrada, do processo decisório de gestores de *venture capital*?

A partir deste problema de pesquisa, foi possível também relacionar o escopo de quatro problemas de mercado dependentes desta resposta, descritos a seguir:

- i. Com a falta de histórico das empresas nascentes, investidores precisam criar uma heurística muito particular de análise – Cada empresa de *venture capital* avalia centenas de propostas de investimento antes de tomar uma decisão sobre em qual idéia e equipe apostar. O sucesso ou o fracasso de qualquer empresa nascente depende do esforço e das competências das pessoas envolvidas, assim como de fatores fora do seu controle, da economia, por exemplo. Mas as características dos indivíduos são difíceis de avaliar antecipadamente (SAHLMAN, 1990). Essa dificuldade está relacionada ao fato de empresas nascentes serem carentes de histórico de performance. A decisão, portanto, deve pautar critérios diferentes das avaliações feitas pelo mercado financeiro, onde empresas de capital aberto possuem uma grande quantidade de dados históricos (TYEBJEE e BRUNO, 1984).
- ii. Grande volume de informações atrapalha gestores – Durante o processo de análise, gestores de *venture capital* encaram uma densa gama de informações (i.e., planos de negócios, consultores, auditorias, etc.). Desta forma, pode se tornar difícil entender claramente o processo intuitivo da decisão, em função dos ruídos gerados pelo excesso de informação. A falta de uma análise sistemática impede o aprendizado e as empresas de *venture capital* não conseguem realizar ajustes no seu processo de avaliação, porque não o entendem. Isto pode influenciar

negativamente o desempenho de seu portfólio de investimentos (ZACHARAKIS e MEYER, 1998).

- iii. Quantidade e diversidade de fatores de análise – Outro problema está relacionado ao volume de fatores de análise enunciados pelos gestores de fundos de investimento. Cada um destes fatores tem relação com o sucesso ou com o fracasso de uma empresa, o que provoca uma proliferação de evidências confusas para pesquisadores, empreendedores e investidores. Aparentemente não é viável que um investidor consiga avaliar uma oportunidade de investimento mediante uma quantidade e diversidade tão grande de fatores (MAXWELL, JEFFREY *et al.*, 2011).
- iv. Não entendimento da influência de cada fator – Pesquisadores do campo da estratégia sugerem que o mercado, a competição e as decisões tomadas pela gestão da empresa influenciam nas chances de sucesso de uma empresa nascente. Shepherd (1999) demonstra que as políticas de avaliação de gestores de *venture capital* são consistentes com as políticas propostas por cientistas do campo da estratégia. A identificação e discussão crítica das relações de causa e efeito podem ajudar a entender a escolha e a influência de tais fatores e o porquê alguns são mais importantes do que outros.

1.2. OBJETIVO GERAL

A partir da definição dos problemas de pesquisa definiu-se o escopo de objetivos deste trabalho, como segue:

- Revisar e mapear a literatura internacional, identificando e relacionando os fatores de análise utilizados no processo de tomada de decisão de investimento em empresas emergentes por gestores de *venture capital* e investidores anjo.

1.3. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Mapear os critérios de decisão utilizados por estes tomadores de decisão;
- Identificar os autores e grupos de pesquisa que trabalham o tema do processo decisório de gestores de *venture capital*;
- Identificar as obras da literatura científica e os periódicos que tratam do mesmo tema;

- Mapear os métodos e variáveis utilizados por artigos científicos nos últimos anos.

1.4. JUSTIFICATIVA

Quais critérios de decisão são utilizados por gestores de *venture capital* para escolher seus investimentos em empresas nascentes? Essa é uma questão que já recebeu muita atenção da literatura científica sobre empreendedorismo por uma série de razões (ZACHARAKIS e MEYER, 1998; HALL e HOFER, 1993). A seguir são listados os principais argumentos retirados da literatura.

- i. Entender as razões do sucesso – Gestores de *venture capital* são reconhecidamente bem sucedidos em suas decisões de investimento. As taxas de sucesso de empresas financiadas por fundos de *venture capital* são significativamente mais altas do que de empresas nascentes em geral. Um melhor entendimento dos critérios utilizados por estes gestores levaria a um melhor entendimento do fenômeno do sucesso empresarial em si (HALL e HOFER, 1993; ZACHARAKIS e MEYER, 1998).
- ii. Entender como gestores de *venture capital* tomam decisões – As descobertas apresentadas por Zacharakis e Meyer (1998) sugerem que gestores de *venture capital* são ineficazes quando refletem sobre seu próprio processo decisório. Mesmo em experimentos controlados, falta-lhes o entendimento de como tomam decisões. Estudos mostram que apesar de tomarem decisões de forma consistente, estes profissionais não necessariamente as entendem. Esta pesquisa pode ajudar gestores a entenderem melhor seu processo decisório e, por sua vez, aumentar ainda mais sua eficiência de análise (SHEPHERD, 1999).
- iii. Melhorar o desempenho dos gestores – Um aumento no nível de consciência dos gestores e tomadores de decisão de *venture capital*, acerca do processo decisório, pode ajudá-los a melhorar sua própria heurística de decisão (MAXWELL, JEFFREY *et al.*, 2011). Tornando-a mais eficiente, levaria a decisões melhores e a mais empresas nascentes de sucesso (ZACHARAKIS e MEYER, 1998).
- iv. Ajudar empreendedores a buscar recursos – Os critérios de decisão de investimento utilizados por gestores de *venture capital* são de grande importância para empreendedores que buscam esse tipo de financiamento (HALL e HOFER, 1993). Se os

empreendedores puderem, de alguma forma, entender como financiadores tomam suas decisões, eles se tornarão capazes de melhorar a eficiência das suas estratégias de financiamento (ZACHARAKIS e MEYER, 1998; SHEPHERD, 1999; BRUNS, HOLLAND *et al.*, 2008; MAXWELL, JEFFREY *et al.*, 2011). Contudo, pesquisas anteriores sugerem que existe uma lacuna entre os critérios usados e os anunciados ao mercado, bem como o extensivo uso do instinto no processo decisório (LEVIE e GIMMON, 2008).

- v. Melhorar taxas de sucesso de empresas nascentes – Uma melhor compreensão dos critérios de decisão utilizados para selecionar empresas nascentes de sucesso pode levar a uma melhora significativa da taxa de sucesso de novos empreendimentos (HALL e HOFER, 1993; ZACHARAKIS e MEYER, 1998).
- vi. Fomentar a prática do *venture capital* – O *venture capital* é amplamente reconhecido como uma força motriz da inovação e do crescimento econômico (TYKVOVA, 2007). À medida que empreendedores e investidores entenderem melhor o processo decisório, ambos se sentirão mais confortáveis e possivelmente se engajarão mais nas interações do processo de investimento, resultando em mais empresas sendo financiadas (MAXWELL, JEFFREY *et al.*, 2011).
- vii. Fortalecer o *venture capital* no Brasil – A primeira geração de gestores de investimento de *venture capital* surgiu no Brasil no final da década de 90, num movimento que, tímido nos primeiros cinco anos, agigantou-se na segunda metade da década. No início de 2005 existiam 71 organizações gestoras com não mais do que US\$ 6 bilhões em fundos de investimento de *venture capital* e também *private equity*, o equivalente a 0,7% do PIB. Ao fim de 2009, 144 gestores administravam comprometerimentos de capital de US\$ 36,1 bilhões alocados ao Brasil, 2,3% do PIB. Essas organizações gestoras empregavam em torno de 1.593 profissionais, possuíam participação acionária e realizavam governança ativa em 502 empresas (GVCEPE, 2011). Esta tendência evidenciada pelo estudo realizado pela ABDI e o GVCEPE, valida o argumento de que é necessário aumentar o arcabouço de literatura e conhecimento científico sobre esse campo de pesquisa no país.

1.5. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa se configura como um trabalho teórico-descritivo, uma revisão sistemática da literatura internacional recente sobre o processo de decisão da indústria de *venture capital*. Segundo Tranfield, Denyer *et al.* (2003), a revisão sistemática de literatura é uma ferramenta chave para administrar a diversidade de conhecimento relacionado a um problema de pesquisa. A realização de tal esforço perfaz o cumprimento de um dos objetivos principais da pesquisa acadêmica: prover a comunidade científica com as melhores evidências relacionadas a políticas e práticas em qualquer disciplina.

1.6. DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

As delimitações da pesquisa estão diretamente relacionadas às variáveis e premissas desenhadas na metodologia e escolhidas pelos pesquisadores. Ao todo foram consultadas seis bases de dados internacionais e definido o recorte temporal de 2007 até 2012. Dentro da área do *venture capital*, tratou-se apenas do conteúdo relacionado ao processo decisório, deixando outros temas inerentes ao ecossistema de *venture capital* de lado como: (i) Instrumentos de investimento; (ii) Governança Corporativa; (iii) Contratos; e (iv) Políticas públicas.

1.7. LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Pela escassez de publicações de determinados países, inclusive do Brasil, não é possível inferir qualquer tipo de conclusão a localidades e culturas que não foram alvo das pesquisas encontradas. Outra restrição deste estudo diz respeito a sua própria natureza. Sendo um trabalho teórico-descritivo, esta pesquisa carece da experiência de validação empírica e sistemática dos construtos explorados.

1.8. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação se inicia com a apresentação de um referencial teórico sobre a indústria de *venture capital*, seu histórico, e dinâmicas particulares. Em seguida, no capítulo três, são detalhados os procedimentos metodológicos do trabalho, bem como suas variáveis e premissas. No capítulo quatro, são apresentadas as principais análises bibliométricas, com dados acerca da produção acadêmica internacional. O quinto capítulo é dedicado aos resultados da pesquisa em si, onde são apresentados, descritos e referenciados alguns dos fatores de análise e critérios de decisão identificados nos estudos científicos encontrados por

este esforço de pesquisa. Na sessão seguinte, o capítulo seis, discute-se os principais consensos, descobertas e conclusões identificadas na pesquisa, assim como as oportunidades e lacunas existentes. Por fim, apresenta-se a conclusão do trabalho de pesquisa, com exposição das principais contribuições e recomendações.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O *venture capital* tem se consolidado como um intermediador no mercado financeiro, fornecendo capital para empresas que, de outra forma, teriam dificuldade em atrair recursos (GOMPERS e LERNER, 2001). Estas empresas são tipicamente pequenas e jovens, acompanhadas por altos níveis de incerteza (MUZYKA, BIRLEY *et al.*, 1996) e grandes diferenças entre os conhecimentos detidos pelos empreendedores e pelos investidores (GOMPERS e LERNER, 2001).

Apesar de seu escopo envolver empresas nascentes e emergentes, o setor de *venture capital* ajudou a criar muitas empresas bem-sucedidas, incluindo Apple, Intel, Federal Express, Microsoft, Sun Microsystems e Compaq Computer. Cada uma dessas empresas recebeu aporte de fundos de *venture capital* no início de seu desenvolvimento e, posteriormente, se tornaram empresas de capital aberto (SAHLMAN, 1990).

Quanto mais complexo o negócio e quanto maior o nível de investimento necessário, maior as chances de fracasso. No entanto, nestas circunstâncias, os empreendedores são menos capazes de financiar o negócio a partir de seus próprios recursos, ou de seus familiares. Como resultado, eles buscam investidores externos, geralmente na comunidade de *venture capital* (MUZYKA, BIRLEY *et al.*, 1996). Essas empresas normalmente possuem poucos ativos tangíveis e operam em mercados que mudam rapidamente. Organizações de *venture capital* financiam estes projetos de alto risco e de alto potencial de retorno, comprando participações ou ativos com direitos societários, enquanto as empresas ainda possuem seu capital fechado (GOMPERS e LERNER, 2001).

A importância percebida do *venture capital* no crescimento econômico tem crescido a uma taxa tão alta quanto à taxa de crescimento do capital investido. O papel do *venture capital* na formação e estímulo de empresas como Genentech, Apple Computer, Tandem, Lotus Development, Federal Express, e People Express tem atraído a atenção de acadêmicos, investidores e formuladores de políticas públicas há décadas (GORMAN e SAHLMAN, 1989). Como exemplo, podemos citar dados da pesquisa de Sahlman (1990), que descreve que no mercado norte-americano, 579 empresas, que receberam aporte de fundos de *venture capital*, abriram capital entre 1977 até 1988. Seu valor de mercado total ultrapassou 30% o valor total de mercado de todas as empresas comparáveis que abriram capital durante o mesmo período.

O *venture capital* é uma indústria muito jovem, que vem mudando rapidamente. Assim, embora possamos discutir a dinâmica do setor no passado e no presente, as idéias e os paradigmas que continuarão a ser aplicáveis à indústria no futuro não são claros (GOMPERS e LERNER, 2001).

Para conhecimento, no Brasil, apesar do *venture capital* ser reconhecido como um tipo de investimento de *private equity* (financiamento privado de patrimônio), os termos passaram a ser utilizados para indicar segmentos diferentes com o passar dos anos. Os investimentos de *private equity* foram divididos, referindo-se o *venture capital* a uma participação acionária em empresas inovadoras, num estágio inicial de desenvolvimento e de alto potencial de crescimento. Assim, o termo *venture capital* foi estabelecido como uma “marca” para investimentos em empresas que se situavam em estágios iniciais, e, da mesma forma, *private equity* para empresas em estágios mais maduros, designando segmentos distintos de atuação dos gestores, sem dúvida com ferramental de trabalho distinto em cada caso (GVCEPE, 2011).

2.1. HISTÓRICO DO VENTURE CAPITAL

Antes de iniciar a discussão sobre o processo decisório e a dinâmica do *venture capital*, é importante analisar a natureza e um pouco da história da indústria do *venture capital* (GOMPERS e LERNER, 2004).

Origem

Empreendedores sempre tiveram idéias que precisavam de quantias consideráveis de capital para sua implementação, porém, estes não tinham os recursos para tal (GOMPERS e LERNER, 2004). O “capital empreendedor”, como prática, existe no mundo há centenas de anos. Um exemplo foi o capital providenciado pela rainha da Espanha, Isabel de Castella, a Cristovão Colombo para que ele pudesse realizar as navegações exploradoras (ABDI, 2011). Enquanto muitos empreendedores utilizam empréstimos bancários ou outras fontes de financiamento e dívida, empresas nascentes inovadoras, que não possuem ativos tangíveis e enfrentam vários anos de resultados negativos, têm sido muitas vezes forçadas a lutar para encontrar alternativas. Os fundos de *venture capital* representam uma solução para o financiamento deste tipo de iniciativa, de alto risco e alto retorno (GOMPERS e LERNER, 2004).

EUA 1940 a 1950

A primeira empresa de *venture capital* genuína nasceu nos EUA, era a chamada de American Research e Desenvolvimento (ARD), criada em 1946 pelo presidente do MIT, Karl Compton, pelo General Georges F. Doriot, professor da Harvard Business School, e líderes empresariais locais. Este pequeno grupo fez investimentos de alto risco em empresas emergentes, baseadas nas tecnologias desenvolvidas para a Segunda Guerra Mundial. As poucas outras organizações de *venture capital* começaram na década seguinte (GOMPERS e LERNER, 2001).

A primeira empresa de *venture capital* que foi criada próxima ao modelo atual foi a Draper, Gaither e Anderson, formada em 1958. Seus idealizadores seguiram o modelo de outras sociedades limitadas comuns na época, como por exemplo, aquelas formadas para desenvolver projetos imobiliários e explorar campos de petróleo. Em tais casos, as parcerias tinham tempo de vida finito e pré-determinado (normalmente 10 anos, embora fossem frequentemente prolongados). Assim, ao contrário dos fundos fechados, que muitas vezes tinham vida útil indefinida, as sociedades limitadas eram obrigadas a devolver os ativos para os investidores dentro de um período definido (GOMPERS e LERNER, 2001).

EUA 1960 a 1970

Nos anos de 1960 e 1970, apesar de sociedades limitadas se tornarem mais comuns, elas ainda representam uma minoria no mercado. Durante este tempo, a maioria das organizações de *venture capital* arrecadou dinheiro através de fundos fechados ou pequenas empresas de participações, que se proliferaram durante os anos 1960. A atividade na indústria de *venture capital* aumentou dramaticamente no final de 1970 e início de 1980. As fontes de financiamento também mudaram ao longo do tempo. Em 1978, quando US\$ 424 milhões de dólares foram investidos em novos fundos de *venture capital*, os indivíduos representavam a maior fatia (32%), enquanto os fundos de pensão forneciam apenas 15%. Em 1979, o Departamento do Trabalho dos EUA estabeleceu novas regras que autorizavam explicitamente os gestores de fundos de pensão a investir em ativos de alto risco, incluindo *venture capital*. Oito anos mais tarde, quando mais de US\$ 4 bilhões foram investidos, os fundos de pensão representavam mais de metade de todas as contribuições (GOMPERS e LERNER, 2001).

EUA 1980 e 1990

O retorno econômico para os gestores de *venture capital* foi muito bom em alguns casos. Durante 1978 e 1979, por exemplo, pouco mais de US\$ 3,5 milhões em *venture capital* foi investido na Apple Computer. Quando a Apple abriu capital em dezembro de 1980, o valor aproximado do investimento dos gestores de *venture capital* foi de US\$ 271 milhões, e a capitalização de mercado da empresa ultrapassou US\$ 1,4 bilhão (SAHLMAN, 1990).

Na segunda metade da década de 1980, houve uma explosão no nível de atividade do mercado de *venture capital*. Em 1984, US\$ 4,5 bilhões foram comprometidos com a indústria, um valor mais de seis vezes maior do que o montante autorizado em 1980. No mesmo período, 148 novas sociedades limitadas de *venture capital* foram formadas, enquanto 303 novos fundos foram criados pelas empresas de *venture capital* existentes (GORMAN e SAHLMAN, 1989).

Ao mesmo tempo, os compromissos de investidores com a indústria de *venture capital* foram muito desiguais. O fluxo anual de recursos para fundos de *venture capital* multiplicou por dez durante o início dos anos 1980, chegando a quase US\$ 6 bilhões (em dólares de 1999). De 1987 a 1991, no entanto, a captação diminuiu de forma constante. Este recuo era reflexo da decepção que muitos investidores tiveram com seus investimentos. Os retornos dos fundos de *venture capital* diminuíram em meados da década de 1980, aparentemente por causa do excesso de investimentos em algumas indústrias e a entrada de gestores de *venture capital* inexperientes (GOMPERS e LERNER, 2001).

Em 1999, um pouco mais de um terço do *venture capital* foi para o estado da Califórnia. Pouco menos de um terço foi para os estados de Massachusetts, Texas, New York, New Jersey, Colorado, Pensilvânia e Illinois, combinados. O terço restante se espalhou entre os outros 42 estados. A concentração de indústrias de alta tecnologia e no estado da Califórnia e Massachusetts foi uma característica constante de investimentos de *venture capital*, pelo menos desde meados dos anos 1960. E ainda permanece até hoje (GOMPERS e LERNER, 2001).

EUA 2000

A indústria de *venture capital*, a partir dos anos 2000, depois do estouro da bolha da internet, se tornou uma indústria bem estabelecida. Ela é composta de milhares de profissionais, que trabalham em cerca de 500 fundos concentrados principalmente nos estados da Califórnia, Massachusetts (GOMPERS e LERNER, 2004).

Brasil 1950 a 1960

Entre as décadas de 1950 e 1960 os industriais brasileiros continuavam investindo nos setores tradicionais (tecido, móveis, alimentos, roupas e construção civil), enquanto as multinacionais entravam no Brasil pela primeira vez para a produção de bens de consumo. O Brasil diversificava a base de sua economia, característica que viria a ser fundamental, anos mais tarde, para a consolidação da indústria nacional de investimentos em participações (ABDI, 2011).

Brasil 1970 a 1980

A indústria nacional de *venture capital* teve seu movimento embrionário entre as décadas de 1970 e 1980 com organizações como o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que se antecipou à formação de uma indústria de intermediação financeira especializada em investimentos em empresas nascentes e emergentes, provendo recursos para a capitalização dessas empresas por meio de ações e debêntures conversíveis visando uma futura abertura de capital em bolsa (ABDI, 2011).

Brasil 1990

A partir de 1990, o Governo Federal iniciou uma série de reformas estruturais no país incluindo liberalização de comércio, desregulamentação e privatização. O período de 1995 a 1998 viu a instalação do modelo de *private equity* e *venture capital* na América Latina. Nesse período, as grandes organizações gestoras de fundos internacionais ainda enxergavam a América Latina apenas como uma aposta de alto risco, onde poderiam aplicar recursos poucos expressivos de suas carteiras globais, mas que lhes permitisse iniciar atividades em mercados emergentes. Até 1999 os investimentos em empresas nascentes haviam sido pouco explorados no Brasil (ABDI, 2011).

Brasil 2000

Passada essa fase de transição, a indústria brasileira de investimento de risco voltou a se expandir a partir de 2005, em especial com o aumento dos investimentos pelos fundos de pensão a partir da criação da Instrução CVM 391. Houve um grande aumento do número de organizações gestoras, principalmente brasileiras, assim como do volume de capital comprometido. Os principais motivos que impulsionaram esse crescimento foram: (i) o ambiente de liquidez financeira mundial, (ii) o sucesso das organizações gestoras em levar suas empresas à abertura de capital e (iii) a forte

expansão de indicadores econômico-sociais brasileiros (ABDI, 2011).

Entre 2004 e 2008, 68 novas organizações gestoras iniciaram atividades na indústria brasileira de *private equity* e *venture capital*. Hoje em dia, embora já conte com um volume e qualidade de recursos, profissionais e empresas que a torne bastante atrativa para investidores locais e internacionais, esta indústria ainda é pequena no Brasil se comparada à importância desta modalidade de investimentos em países desenvolvidos como os EUA (ABDI, 2011).

2.2. ESTRUTURA E DINÂMICA DO SETOR DE *VENTURE CAPITAL*

O *venture capital* pode ser visto como um modelo alternativo de investimento. Como muitas empresas do mercado, as organizações de *venture capital* captam recursos para investir em projetos. Muitos projetos financiados pelo *venture capital* são semelhantes aos projetos financiados dentro das empresas tradicionais. Mas os sistemas de governança usados pelas organizações de *venture capital* e as empresas tradicionais são muito diferentes (SAHLMAN, 1990). Por causa destas diferenças, a indústria do *venture capital* desenvolveu uma série de mecanismos específicos para gerenciar certas situações e superar os problemas que surgem a cada etapa do processo de investimento (GOMPERS e LERNER, 2001).

A indústria de *venture capital* é composta por quatro participantes: (i) organizações gestoras; (ii) veículos de investimentos; (iii) investidores e (iv) empresas investidas. As organizações gestoras administram veículos de investimento (fundos ou empresas de participações). Os investidores (fonte dos recursos comprometidos com investimentos nos veículos) fazem aporte de capital nos veículos de investimento à medida que lhes seja solicitado pelas organizações gestoras. Os recursos desses veículos, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas (ou empresas do portfólio) (GVCEPE, 2011).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a entidade responsável por tomar medidas reguladoras dos veículos de investimentos, os quais se baseiam em duas regulamentações principais: (i) Instrução CVM 209 de 2004 (instituindo os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE); e (ii) Instrução CVM 391 de 2003 (instituindo os FIP – Fundos de Investimentos em Participações). Estas instruções buscam aproximar-se do modelo norte-americano, porém estão sujeitas ao ambiente legal e regulatório

brasileiro e, por consequência, possuem notáveis diferenças daquele que inspirou suas criações (ABDI, 2011).

TRABALHO DO GESTOR DE VENTURE CAPITAL

Os gestores de *venture capital* realizam uma série de funções. A primeira é a manutenção das relações com investidores – principalmente instituições, como fundos de pensão e fundações universitárias, mas também indivíduos ricos – que fornecem o capital (GOMPERS e LERNER, 2004). O pacote de remuneração típico para os gestores de *venture capital* consiste em uma taxa de administração, que é uma porcentagem fixa (geralmente 2%) do capital do fundo e a taxa de performance, que é uma porcentagem fixa (geralmente 20%) dos lucros, ou seja, do retorno dos investimentos realizados (CUMMING e DAI, 2011).

Os gestores de *venture capital* tipicamente aumentam seu capital administrado não em uma base contínua, mas sim através de fundos periódicos. Esses fundos, que são organizados sob a forma de sociedades limitadas, normalmente têm uma vida útil de dez anos, embora as extensões de vários anos são possíveis (GOMPERS e LERNER, 2004).

Segundo Tyebjee e Bruno (1984), as atividades relacionadas ao processo de investimento de uma empresa de *venture capital* são sequenciais e envolvem cinco etapas:

- 1) Originação das Oportunidades: processos pelos quais os negócios entram em análise como oportunidades de investimento;
- 2) Mapeamento das Oportunidades: delimitação das variáveis que indicam quais as oportunidades que apresentam viabilidade e avançarão para uma análise mais profunda;
- 3) Avaliação da Oportunidade: avaliação do perfil de risco e retorno esperado com a ponderação de várias características do negócio, junto à decisão de investir ou não;
- 4) Estruturação do Negócio: negociação do valor da empresa e os acordos que limitam o risco do investidor;
- 5) Atividades Pós-investimento: assistência para a empresa nas áreas de recrutamento de executivos, planejamento estratégico, financiamento para expansão e planejamento de alternativas para fusão, aquisição ou abertura de capital.

ACOMPANHAMENTO

Gestores de *venture capital* apostam que as empresas de seu portfólio não vão apenas sobreviver, mas também serão muito rentáveis.

Porém, historicamente, 50% dos lucros do *venture capital* vêm de apenas 7% dos investimentos. Até 33% dos investimentos de *venture capital* resultam em perdas, com 15% indo à falência, isto é, um retorno -100% (KNILL, 2009). Uma vez que as decisões de investimento são feitas e o negócio é realizado, é difícil monitorar o progresso. A probabilidade de fracasso é alta. 34,5% do capital investido, na amostra dos investimentos na pesquisa de Sahlman (1999), resultaram em perda.

Nesse contexto, do investimento em empresas nascentes, descobriu-se que um investidor se envolve intimamente com as empresas investidas e pode ter um impacto mais amplo sobre o desenvolvimento e o desempenho dessas empresas, sugerindo que os gestores de *venture capital* entregam um valor que vai além das teorias de intermediação financeira (HELLMANN e PURI, 2002).

Uma das mudanças mais marcantes da passagem de um gestor de fundo por uma empresa é na estrutura societária e na rotatividade da equipe, buscando a profissionalização da mesma. Uma pesquisa de Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) relata como a participação de uma empresa típica é dividida imediatamente antes da sua abertura de capital. Os investidores de *venture capital* ficam em média com 53,0% da empresa, os fundadores com uma média de 12,5%, diretores presidente (não fundadores) com 4,2%, outros executivos (não fundadores) permanecem, coletivamente, com uma média de 2,1%, parceiros de negócios, tais como empresas de origem e aliados estratégicos, com 3,7% da empresa. Outros sócios, que incluem investidores, que não são da indústria do *venture capital*, e funcionários (não fundadores), possuem, coletivamente, uma média de 22,8%.

GESTÃO DO RISCO

As organizações de *venture capital* são instituições financeiras altamente qualificadas, capazes de operar sob grande incerteza e fortes assimetrias de informação (CASELLI, GATTI *et al.*, 2009). Geralmente, os gestores de *venture capital* concentram investimentos em empresas em fase inicial e indústrias de alta tecnologia, onde as assimetrias de informações são muito significativas e o monitoramento, junto com a boa governança corporativa, é muito importante (GOMPERS, 2012).

Gestores de *venture capital* gerenciam as incertezas em torno de empresas nascentes de diversas formas. Primeiro, eles fazem investimentos sequenciais em várias rodadas de financiamento, muitas vezes condicionadas a sistemas de incentivos aos empreendedores. Em segundo lugar, as empresas de *venture capital* monitoram ativamente os seus investimentos, se envolvem ativamente na gestão das empresas que

financiam, funcionando como consultores (SAHLMAN, 1990; GULER, 2007).

2.3. PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DOS GESTORES DE RECURSOS

Os gestores de *venture capital* são considerados especialistas em identificação de empresas nascentes com alto potencial de crescimento. Assim, o processo de decisão destes profissionais recebeu uma enorme atenção dentro da literatura sobre empreendedorismo (ZACHARAKIS e SHEPHERD, 2001). Eles avaliam e comparam todas as empresas antes de escolher a que possui a tecnologia certa e as melhores pessoas (FERRARY e GRANOVETTER, 2009). Os gestores de *venture capital* gastam muito tempo para decidir em quais (e quantas) empresas investir, uma vez que esta é a base de seu negócio. Como parte dessa função, gestores de fundos devem determinar quais os critérios que usará para escolher seus investimentos (KNILL, 2009). Estes tomadores de decisão são bem conectados uns aos outros, assim, se um proeminente gestor se recusa a investir em determinada empresa, a informação rapidamente se espalha nas redes de contato e torna-se muito difícil para o empreendedor captar recursos de outras empresas de *venture capital* (FERRARY e GRANOVETTER, 2009).

Entende-se que a realização de uma decisão de financiamento é como um processo de persuasão, pelo qual os empreendedores convencem os gestores de fundos dos méritos da oportunidade de negócio apresentada pelo empreendedor (CHEN, YAO *et al.*, 2009). Um dos problemas nesse processo interativo é que a maioria das empresas em busca de *venture capital* tem muito pouco, ou quase nenhum histórico operacional. O gestor de *venture capital* tem de recorrer a um processo de avaliação subjetiva com base no plano de negócios apresentado pela administração da empresa (TYEBJEE e BRUNO, 1984). Trabalhos pioneiros sobre a teoria da decisão comportamental mostrou que os tomadores de decisão usam atalhos cognitivos, reconhecidos como heurísticas, que, embora muitas vezes precisas, podem levar a desvios previsíveis de tomada de decisão normativa (MAXWELL, JEFFREY *et al.*, 2011).

Nesse sentido, os gestores de *venture capital* pesam o risco e o retorno de suas decisões de investimento para cada oportunidade de negócio em particular, mas poucos formalizam essa avaliação em um cálculo de taxa de retorno esperada ou determinam sua sensibilidade em relação a incertezas futuras. Em vez disso, o processo de avaliação

consiste numa análise subjetiva da empresa através de alguns conjuntos multidimensionais de características (TYEBJEE e BRUNO, 1984). Ao cabo desse processo decisório, as empresas de *venture capital* implicitamente acabam por decidir pela sobrevivência ou a morte de empresas nascentes, escolhendo qual delas financiar (FERRARY e GRANOVETTER, 2009).

FASES DO PROCESSO DE INVESTIMENTO

De acordo com Maxwell, Jeffrey *et al.*, (2011), pesquisas anteriores analisaram o processo de investimento e o dividiram em três fases principais:

- 1) O período antes da interação entre investidor e empreendedor, chamado de *originação*;
- 2) A própria interação, ou fase de *seleção*;
- 3) O período após a decisão de investimento, a chamada *due diligence* formal, onde as alegações factuais feitas pelo empreendedor são verificadas pelo investidor.

Já Fried e Hisrich (1994), utilizando uma metodologia de estudo de caso, se aprofundaram nas etapas ligadas a toma de decisão e desenvolveram um modelo de processo de investimento de *venture capital*. Eles identificam também os critérios genéricos que os gestores de *venture capital* utilizam em cada etapa, buscando reduzir os problemas da seleção de diversas maneiras. O modelo consiste em seis etapas:

- 1) Originação: utilizando sua rede de contatos, os gestores reduzem o risco, quem faz a referência está familiarizado com a dinâmica do *venture capital*, e vai querer manter sua relação e posição com o gestor de *venture capital*;
- 2) Mapeamento de oportunidades específicas: seguem a tese de investimento do fundo;
- 3) Mapeamento genérico: elimina propostas de baixa qualidade rapidamente;
- 4) Primeira fase de avaliação;
- 5) Segunda fase de avaliação: as poucas propostas que chegam às fases de avaliação estão sujeitas a uma extensa análise e coleta de informações;
- 6) Encerramento: confecção de contratos de investimento específicos.

FATORES QUE INFLUENCIAM O PROCESSO DECISÓRIO

Pesquisas mostram que a importância de cada critério de decisão varia entre as diferentes fases do processo de avaliação. Elas também mostram como a composição do portfólio de um fundo de *venture capital* e a gestão do tempo de um gestor de fundos são fatores de análise importantes para o processo de tomada de decisão, mas em grande parte ainda negligenciados (PETTY e GRUBER, 2011)

Uma vez que o ganho de capital é o seu principal objetivo, gestores de *venture capital* se concentram em fatores que afetam esta variável (como o mercado-alvo e a possibilidade de montar uma equipe de gestão capaz de dominar o mercado) e dedicam menos esforço em verificações sobre os fatores que afetam a sobrevivência da empresa, como conhecimentos específicos em tecnologia dos empreendedores (LEVIE e GIMMON, 2008).

Descobriu-se que (i) a qualidade do plano de negócios tem efeitos significativos sobre a preparação percebida e as decisões de financiamento; (ii) a preparação percebida tem um efeito significativo sobre as decisões de financiamento; (iii) quando ambas as variáveis foram inseridas simultaneamente, ambos os efeitos permaneceram significativos. Estas conclusões sugerem que a preparação é um mediador da relação entre a qualidade do plano de negócios e decisões de financiamento de gestores de fundos (CHEN, YAO *et al.*, 2009).

Já as características do produto ou do serviço da empresa podem ser consideradas uma das principais razões para a rejeição nas diferentes fases do processo de tomada de decisão de fundos de investimento. Uma boa equipe de gestão, buscando uma idéia potencialmente lucrativa, pode ser suficiente para gerar interesse em uma oportunidade de investimento, mas os investidores ganham seus lucros através de venda das empresas do seu portfólio nos mercados financeiros e comerciais, onde as avaliações são normalmente baseadas na qualidade de um produto. Assim, se o gestor de *venture capital* não vê nenhum mérito ou vantagens em um determinado produto, ele, aparentemente, rejeita a oportunidade, independentemente dos outros fatores no negócio (PETTY e GRUBER, 2011).

Macmillan, Siegel *et al.*, (1986), em um dos estudos mais referenciados pela literatura, onde fazem uma analogia entre investimentos de *venture capital* e corridas de cavalo, afirmam que, independentemente do cavalo (produto), da corrida de cavalos (mercado), ou das probabilidades (fatores financeiros), é o jóquei (empreendedor), que fundamentalmente determina se o investidor vai apostar numa oportunidade de investimento.

Beckman, Burton *et al.* (2007) trazem um contraponto, indicando que a forte influência da presença de fundos de *venture capital*, na taxa de abertura de capital de empresas investidas é amenizada quando a variável da qualidade do time é controlada, o que sugere que: o *venture capital* pode ser crítico pela forma com que altera as equipes de gestão.

PERCEPÇÃO DE RISCO E RETORNO

De acordo com Tyebjee e Bruno (1984), quatro aspectos do negócio são utilizados para avaliar o grau de risco e potencial de retorno associados a uma oportunidade de investimento particular. Estes são: (i) os fatores de marketing e capacidade da empresa em gerenciá-los de forma eficaz; (ii) as vantagens competitivas e especificidades do produto; (iii) a qualidade da equipe de gestão, especialmente sua combinação de competências; (iv) a exposição a fatores de risco além do controle da empresa, como por exemplo, a obsolescência tecnológica, novos competidores, as flutuações cíclicas de vendas. Ao apresentar um negócio para um gestor de *venture capital*, estes quatro aspectos deveriam ser usados pelo empreendedor para posicionar favoravelmente sua empresa.

No mesmo estudo, Tyebjee e Bruno (1984) apresentam resultados de análises de regressão que mostraram que o retorno esperado é determinado pela atratividade do mercado e pela diferenciação do produto. Já o risco percebido é determinado pela capacidade da gestão da equipe e da resistência às ameaças do ambiente externo. Utilizando essa modelagem, os autores previram corretamente, em 89,4% dos casos, se um gestor de *venture capital* estaria disposto a se comprometer com uma empresa com base no retorno esperado e do risco percebido.

FATORES QUE DETERMINAM O SUCESSO DAS EMPRESAS

Uma descoberta importante é a identificação de dois fatores principais que são capazes de prever o sucesso de uma empresa nascente. Estes são: (i) a forma com que a empresa está isolada da competição; e (ii) o nível com que o mercado demonstra aceitação pelo produto. Análises de regressão indicam que somente estes dois fatores de triagem estão correlacionados de maneira geral a diversos vários fatores de desempenho. Interessante notar que nenhum destes fatores foi classificado como essencial em estudos anteriores (MACMILLAN, ZEMANN *et al.*, 1987).

Existem ainda, variáveis específicas dos empreendedores, determinantes de empresas vencedoras, nas quais os investidores devem prestar atenção, são elas: motivação, redes de contatos, e seu estilo de

gestão. As outras variáveis que contribuem para o crescimento da empresa são baseada em escolhas e decisões estratégicas onde os gestores de fundos e investidores podem ter um impacto caso estes decidam se envolver (LITTUNEN e VIRTANEN, 2009).

DEFINIÇÃO E AGRUPAMENTO DE FATORES DE ANÁLISE

Analisando os fatores de análise utilizados gestores de *venture capital*, observaram-se quatro categorias principais de fatores, que têm sido consistentemente descritos na literatura. As características da empresa em relação a (i) produtos e serviços; (ii) mercado-alvo; (iii) potencial financeiro; e (iv) equipe de gestão foram os fatores mais citados pelas empresas de *venture capital* ao avaliar negócios (PETTY e GRUBER, 2011)

3. METODOLOGIA

Inicialmente, este estudo foi desenhado como uma pesquisa empírica lastreada em uma revisão da literatura internacional. No entanto, observou-se durante as etapas iniciais de trabalho, que existia uma oportunidade de ampliar o escopo da revisão da literatura, proporcionando entregas consistentes e preparando o terreno para uma futura pesquisa de campo, muito mais sólida do que a anteriormente planejada.

Sendo assim, a pesquisa se configurou como um trabalho teórico-descritivo, uma revisão sistemática da literatura internacional recente sobre o processo de decisão da indústria de *venture capital*. Segundo Tranfield *et al* (2003), a revisão sistemática proporciona um mapeamento e uma avaliação da produção intelectual relevante, com o objetivo de especificar o problema de pesquisa, fazendo com que se desenvolva a base do conhecimento.

A revisão sistemática difere das tradicionais revisões em narrativa porque adota um processo replicável, científico e transparente. Em outras palavras, uma tecnologia detalhada, que visa minimizar qualquer enviesamento através de pesquisas exaustivas da literatura, fornecendo uma trilha auditável das decisões, procedimentos e conclusões do pesquisador (COOK, MULROW *et al.*, 1997). Uma revisão sistemática utiliza um algoritmo explícito, em oposição a um heurístico, para realizar uma pesquisa de avaliação e crítica da literatura (CROSSAN e APAYDIN, 2009).

3.1. DESCRIÇÃO DO PROCESSO

Primeiramente desenvolveu-se um protocolo para o processo de revisão sistemática. Foram relacionadas 47 etapas, que incluíam desde a definição de bases de dados e recorte temporal, até os tipos de análise e confecção do relatório de pesquisa. Em acordo com Crossan e Apaydin (2009) o processo de revisão se dividiu em três partes: Coleta de Dados, Análise de Dados e Síntese. Os autores ressaltam ainda que o rigor científico na condução de cada uma dessas etapas é fundamental para uma análise de qualidade. Como ferramentas de suporte ao processo, foram utilizados os softwares Endnote e Excel.

3.2. COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi conduzida englobando 22 etapas (01 até 22), as quais serão descritas a seguir. Optou-se pela execução de uma única forma de coleta de dados: a busca por artigos científicos em bases de dados internacionais multi-temáticas, que possuísem os periódicos de destaque na área de gestão empresarial. Ao todo foram utilizadas seis bases e um recorte temporal de cinco anos e meio. A seguir estão descritas todas as etapas da fase de coleta de dados, bem como premissas e variáveis definidas em cada etapa e os resultados intermediários.

- 01) Escolha da(s) palavra(s) chave: “*venture capital**”;
- 02) Escolha das bases de dados: Compendex, IEEEExplore, ISI Web of Knowledge, Science Direct, Scopus e Wiley;
- 03) Escolha do recorte temporal: 2007 até 2012;
- 04) Escolha das categorias das referências a serem utilizadas: Articles & Article Reviews;
- 05) Preparação do arquivo do Endnote que recebeu as referências;
- 06) Pesquisa nas bases de dados e arquivamento no Endnote, o que resultou na quantidade de artigos apresentados na Tabela 1, de Junho de 2012.

Tabela 1 - Busca nas bases de artigos

BASES DE ARTIGOS	PALAVRA-CHAVE	CATEGORIAS	ANO	QTDE DE ARTIGOS
Compendex	"venture capital*"	Articles & Article Reviews	2007-2012	193
IEEEExplore	"venture capital*"	Articles & Article Reviews	2007-2012	21
ISI WoK	"venture capital*"	Articles & Article Reviews	2007-2012	588
Science Direct	"venture capital*"	Articles & Article Reviews	2007-2012	178
Scopus	"venture capital*"	Articles & Article Reviews	2007-2012	978
Wiley	"venture capital*"	Articles & Article Reviews	2007-2012	222
				2.180

Fonte: Autor (2013)

- 07) Aplicação de filtro de referências repetidas e eliminação das duplicidades;
- 08) Revisão de todas as referências visualmente em busca de referências repetidas e eliminação das duplicidades, etapa que resultou no Portfólio Inicial de 1.314 artigos;
- 09) Definição dos critérios de seleção das referências que ficaram no portfólio: ter como tema primário ou secundário o processo de seleção e avaliação de empreendimentos por gestores de *venture capital* e investidores anjo.
- 10) Leitura de todos os títulos e resumos, excluindo referências que não respeitam os critérios;

11) Revisão das referências que permaneceram;

Este processo, que teve seu fim no mês de Julho de 2012, definiu o Portfólio Preliminar para Análise, perfazendo um total de 158 artigos, ou seja, 12% de todos os artigos não repetidos encontrados. Fez-se um levantamento não quantificado do escopo dos artigos excluídos e dentre eles estavam: ecossistema de venture capital; instrumentos de investimento; Governança Corporativa; performance de empresas investidas; abertura de capital de empresas investidas; venture capital corporativo; venture capital em universidades; inovação; contratos; *spin-offs*; e políticas públicas.

12) Padronização dos nomes dos autores;

13) Padronização dos nomes dos periódicos;

14) Busca dos textos originais de todas as referências do portfólio preliminar;

15) Definir parâmetros necessários para a análise bibliométrica: título, abstract, autores, palavras-chave, periódico, ano e referências;

16) Verificação se todas as referências possuíam os parâmetros necessários para análise bibliométrica;

17) Busca e preenchimento das informações faltantes;

18) Exportação da relação preliminar de referências para o software Excel;

19) Construção de tabela com título das referências;

20) Busca do número de citações de todas as referências nas bases ISI WoK, Scopus e Google;

21) Eliminação das referências que não possuíam todos os parâmetros necessários para análise bibliométrica e sem citações nas bases ISI e Scopus. Nesta etapa foram eliminados ao todo oito artigos, resultando no Portfólio Alvo para Análise Bibliométrica de 150 artigos;

22) Adição dos parâmetros faltantes das referências adquiridas no arquivo Endnote.

3.3. ANÁLISE DE DADOS

A análise de conteúdo, que englobou a análise bibliométrica e de conteúdo, foi conduzida perfazendo 15 etapas (23 até 37). Seu objetivo era identificar e relacionar as informações mais relevantes de acordo com o contexto da pesquisa. Foram realizadas análises quantitativas e qualitativas dos dados, constituindo uma meta-análise dos construtos

referentes às pesquisas em questão. Suas etapas, descrição e resultados principais são descritos a seguir.

- 23) Nova exportação da relação preliminar de referências para o software Excel;
- 24) Construção de tabela com título das referências, ano e periódico respectivos;
- 25) Construção de tabela com todos os autores das referências do portfólio preliminar;
- 26) Construção de tabela com todas as palavras-chave das referências do portfólio preliminar;
- 27) Padronização das referências em pastas/grupos separados;
- 28) Construção de tabela com todas as referências citadas pelas referências do portfólio preliminar;
- 29) Análise cruzada de autores das referências dos artigos do portfólio preliminar com identificação de grupos de pesquisa;
- 30) Análise das referências mais citadas dos grupos de pesquisa e autores mais citados (com mais de 15 citações ou 10% do portfólio);
- 31) Agrupamento de palavras-chave;
- 32) Busca da qualificação JCR e SJR de todos os periódicos;
- 33) Análise bibliométrica do portfólio alvo (ano, autores, periódicos e qualificação, palavras-chave, referências e autores mais citados e grupos de pesquisa);

Após o isolamento dos dados foi possível organizar as informações por grupo de análise e sintetizar as tabelas e gráficos referentes à análise bibliométrica.

- 34) Definição dos critérios que definiram o portfólio para análise de conteúdo;
- 35) Eliminação das referências não disponíveis nas bases acessíveis, num total de 18 artigos excluídos, chegando-se por fim ao Portfólio Central para Análise de Conteúdo com 132 artigos;
- 36) Definição da estrutura e parâmetros iniciais para análise de conteúdo;

A estrutura da análise de conteúdo foi organizada em uma planilha do software Excel. Nas linhas foram inseridas todas as 132 referências e nas colunas os seguintes parâmetros: (entre parênteses as opções de preenchimento da planilha de análise de conteúdo)

- i. Abordagem: Empírico / Teórico (E ou T);
- ii. Formato: Descritivo / Prescritivo (D ou P);
- iii. Dinâmica Temporal: Longitudinal / Transversal (L ou T);
- iv. Tamanho do Recorte Temporal (informação);
- v. Unidade de análise: Decisores / Empresas / Apoiadores (D ou E ou A);
- vi. Tipo de Dados: Primários / Secundários / Teorização (Pri ou Sec ou Teo);
- vii. Abrangência Geográfica (informação);
- viii. Quantidade de Programas de Preparação para Captação de Investidores e/ou Consultores, utilizados na pesquisa (informação);
- ix. Quantidade de investidores (LPs) utilizados na pesquisa (informação);
- x. Quantidade de anjos e/ou gestoras de venture capital utilizados na pesquisa (informação);
- xi. Quantidade de empresas utilizadas na pesquisa (informação);
- xii. Quantidade de empresas, investidas por venture capital, utilizadas na pesquisa (informação);
- xiii. Base de Dados (informação);
- xiv. Setor: Genérico / Específico (SG ou SE);
- xv. Parâmetros: Genérico / Específico (PG ou PE);
- xvi. Fatores ligados às empresas (informação);
- xvii. Fatores ligados aos provedores de recursos (informação);

37) Análise de conteúdo dos artigos do portfólio central.

A análise de conteúdo se configurou como o esforço mais importante/valioso de toda a pesquisa. Foi a etapa que mais consumiu o recurso tempo. Seu período de duração se estendeu de Agosto à Novembro de 2012.

Nas duas últimas informações a serem coletadas, de acordo com a estrutura de análise proposta, foram levantados todos os fatores de análise citados nas pesquisas em questão. Toda vez que um fator novo era encontrado, adicionava-se uma coluna na planilha e todos os artigos que citassem tal fator dali em diante, recebiam uma marcação (“X”) na célula de cruzamento da sua referência com o fator. O mesmo foi feito para os setores específicos.

Ao todo foram encontrados 10 setores específicos, posteriormente agrupados em duas categorias. Já em relação aos fatores ligados às empresas, foram encontrados 144 fatores de análise, posteriormente

agrupados em seis categorias. Quanto aos fatores ligados aos gestores de recursos, encontrou-se 62 fatores de análise, posteriormente agrupados em oito categorias. O agrupamento das categorias foi realizado de forma híbrida, mediante classificações já existentes na literatura, assim como utilizando o próprio julgamento do pesquisador.

3.4. SÍNTESE DE DADOS

De acordo com Crossan e Apaydin (2009), a síntese de dados é o produto de valor agregado principal de uma revisão, uma vez que produz novos conhecimentos com base numa coleta de dados completa e uma análise cuidadosa. Foi conduzida englobando 10 etapas (38 até 47) e é finalizada com a confecção do relatório de pesquisa.

38) Desenho da estrutura geral de análise de literatura através do agrupamento de parâmetros identificados na revisão de conteúdo;

Esta etapa, em especial, marca uma das principais entregas da pesquisa. Onde foi possível desenhar uma estrutura, lastreada em pesquisas altamente relevantes, que utilizaram milhares de dados, teóricos e empíricos, onde têm-se uma visão clara e objetiva dos principais grupos de fatores de análise utilizados pela indústria do *venture capital* para avaliação de oportunidades de investimento, bem como a correlação desses fatores.

39) Utilização do mapa e do modelo desenhado para extratificação dos resultados da análise de conteúdo do Portfólio Central;

40) Busca dos artigos do portfólio de clássicos (referências citadas por no mínimo 10% do portfólio da análise bibliométrica) (+33 artigos);

41) Busca e adição das referências brasileiras sobre *venture capital* (+22 artigos);

42) Análise bibliométrica e escopo do portfólio brasileiro;

43) Análise bibliométrica e escopo do portfólio de clássicos;

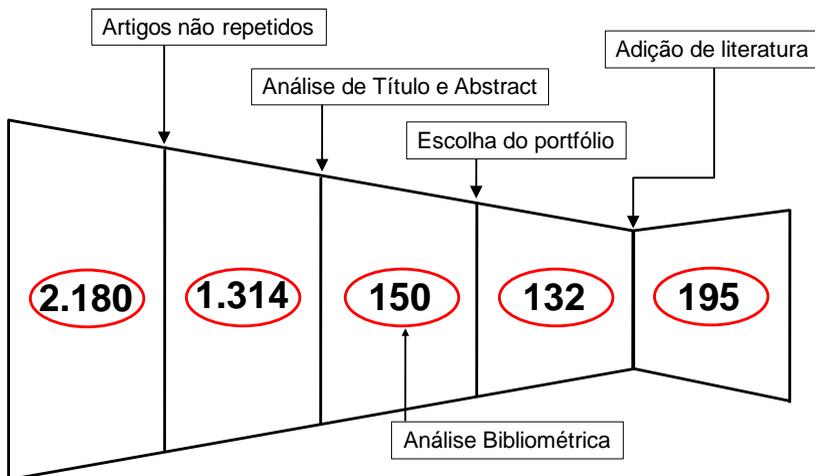
44) Adição das referências sobre metodologia (revisão sistemática de literatura) (+3 artigos);

45) Adição das referências de literatura cinzenta (estudos e pesquisas) (+5 estudos);

Após a adição de outras referências ao Portfólio Central, chegou-se ao Portfólio Final, totalizando 195 referências, com forte aderência ao tema da pesquisa e alta qualificação acadêmica. A Figura 1 ilustra o

processo de construção dos portfólios e a revisão como um todo é apresentada a seguir:

Figura 1 - Funil de seleção de referências



Fonte: Autor (2013)

Finalizou-se a pesquisa com as seguintes etapas:

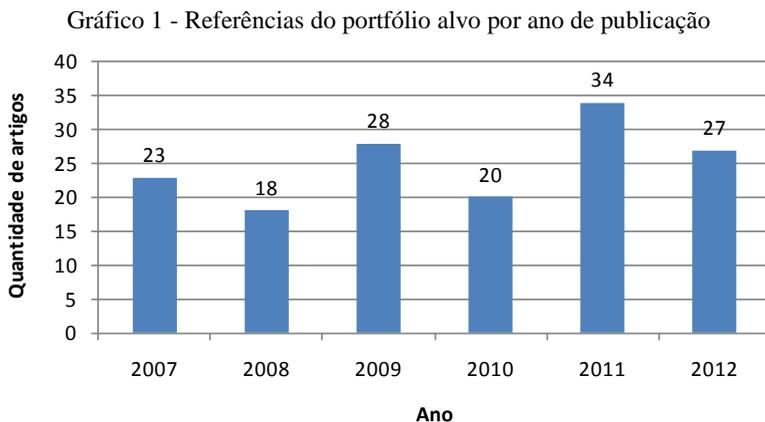
- 46) Definição de estrutura de tópicos;
- 47) Desenvolvimento do relatório final de pesquisa, a dissertação.

4. ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção são analisadas diversas variáveis quantitativas do portfólio-alvo. Inicia com a análise bibliométrica incluindo verificação de autores, artigos, referências, palavras-chaves e periódicos. Em seguida trata-se especificamente dos aspectos metodológicos dos artigos escolhidos no portfólio central, passando também pelos artigos do portfólio brasileiro. Por fim, apresentam-se os números relacionados aos fatores ligados às empresas e aos gestores de recursos que influenciam no processo de decisão do *venture capital*, citados pela literatura encontrada.

4.1. ANÁLISE BIBLIOMÉTRICA

No Gráfico 1 observa-se a quantidade de referências do portfólio-alvo por ano de publicação. Sem grandes variações, observa-se uma leve tendência de aumento das publicações nos últimos anos se considerando uma média móvel. Tendo o ano de 2011 a maior quantidade de publicações (34) e o ano de 2012 ficando incompleto, já que a busca pelas referências ocorreu em Julho deste mesmo ano.



Fonte: Autor (2013)

Na Tabela 2 destacam-se os autores com mais publicações dentro do portfólio alvo. O professor de empreendedorismo da Universidade de Newcastle no Reino Unido, Dimo P. Dimov, aparece em primeiro lugar com cinco referências. Na seqüência estão os professores Douglas Cumming da Univerisade de York University no Canadá, Eli Gimmon

da Universidade Strathclyde no Reino Unido, Dean A. Shepherd da Universidade de Indiana nos EUA e Mike Wright da Universidade de Nottingham no Reino Unido.

Tabela 2 - Autores com mais publicações no portfólio alvo

AUTORES	FREQUÊNCIA
Dimov, D.	5
Cumming, D.	4
Gimmon, E.	4
Shepherd, D. A.	4
Wright, M.	4
Levie, J.	3
Patzelt, H.	3
Zhang, X.	3

Fonte: Autor (2013)

Na seqüência é apresentada a Tabela 3, com os artigos do portfólio alvo com maior número de citações em três bases distintas, ISI Web of Knowledge do grupo Thomson Reuters, Scopus do grupo Elsevier e Google Scholar, um dos serviços de informação da empresa de buscas na internet. As três bases de referências estão atualizadas com data de Fevereiro de 2013.

Tabela 3 - Artigos do portfólio alvo com maior quantidade de citações

Nº	TÍTULO	ANO	PERIÓDICO	Citações		
				ISI WOK	Scopus	Google
1	How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital	2007	Journal of Finance	49	57	274
2	Early teams: The impact of team demography on VC financing and going public	2007	Journal of Business Venturing	38	36	138
3	From Human Capital to Social Capital: A Longitudinal Study of Technology-Based Academic Entrepreneurs	2007	Entrepreneurship Theory and Practice	40	45	112
4	Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding	2007	Research Policy	24	37	121
5	Internal knowledge development and external knowledge access in venture capital investment performance	2008	Journal of Management Studies	25	36	67
6	ENTREPRENEUR PASSION AND PREPAREDNESS IN BUSINESS PLAN PRESENTATIONS: A PERSUASION ANALYSIS OF VENTURE CAPITALISTS' FUNDING DECISIONS	2009	Academy of Management Journal	25	30	63
7	Academic spin-offs, formal technology transfer and capital raising	2007	Industrial and Corporate Change	26	33	54
8	Networking as a Barrier to Entry and the Competitive Supply of Venture Capital	2010	The Journal of Finance	14	14	78
9	Throwing good money after bad? Political and institutional influences on sequential decision making in the venture capital industry	2007	Administrative Science Quarterly	20	19	60
10	Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies	2009	Journal of Finance	15	14	61

Fonte: Autor (2013)

Assim como os autores com aparições mais frequentes no portfólio alvo, analisaram-se os periódicos mais representativos neste conjunto de artigos. Na Tabela 4 são apresentados todos os periódicos com mais de duas ocorrências, 20 no total. Junto à informação de

frequência, apresentam-se também as informações de fator de impacto, tanto do índice JCR (Journal Citation Reports) do grupo Thomson Reuters, quanto do índice SJR (Scientific Journal Rankings) do grupo Elsevier, e a editora responsável por cada periódico.

Vale destacar dois pontos relevantes referentes aos periódicos mais frequentes e suas editoras. Em primeiro lugar diz respeito ao fator de impacto. A grande maioria dos periódicos, praticamente sua totalidade, possui fatores de impacto significativos. Isso indica a boa qualidade das fontes utilizadas nesta pesquisa. Em segundo lugar está a diversidade, tanto de periódicos, quanto de editoras. Apesar de certa concentração, é prudente notar que este trabalho de pesquisa está, muito provavelmente, imune a vieses relacionados a linhas de pesquisa e/ou a determinados paradigmas culturais.

Tabela 4 - Periódicos com maior frequência no portfólio alvo

Nº	JOURNAL	FREQUÊNCIA	JCR	SJR	PUBLISHER
1	Venture Capital	17		0,032	Taylor & Francis
2	Journal of Business Venturing	8	3,062	0,047	Elsevier
3	Entrepreneurship Theory and Practice	7	2,542	0,046	Wiley
4	Journal of Private Equity	6		0,027	Ell
5	Journal of Management Studies	5	4,255	0,056	Wiley
6	Research Policy	5	2,520	0,063	Elsevier
7	Small Business Economics	4	1,549	0,043	Springer
8	Entrepreneurship and Regional Development	3	0,943	0,034	Taylor & Francis
9	Physics Procedia	3		0,048	Elsevier
10	Journal of Finance	2	4,218	0,094	Wiley
11	Administrative Science Quarterly	2	4,212	0,058	Sage
12	Journal of International Business Studies	2	3,557	0,055	Palgrave
13	Energy Policy	2	2,723	0,083	Elsevier
14	Journal of Banking & Finance	2	2,600	0,053	Elsevier
15	R & D Management	2	2,507	0,053	Wiley
16	Environment and Planning A	2	1,888	0,043	Pion
17	Journal of Business Research	2	1,872	0,043	Elsevier
18	Journal of Small Business Management	2	1,392	0,043	Wiley
19	Industrial and Corporate Change	2	1,372	0,062	Oxford
20	Journal of International Money and Finance	2	1,018	0,039	Elsevier

Fonte: Autor (2013)

Devido ao alto volume de palavras-chave encontradas no portfólio alvo, 609 no total, optou-se por analisar essa variável de acordo com agrupamentos de conceitos. Como se pode observar na Tabela 5, o grupo com maior representatividade foi, sem surpresas, o grupo “*Venture capital*”, 35 palavras ao todo, 130 ocorrências nos artigos do portfólio alvo, o que representa 11,4% de todo o volume de palavras-chave neste conjunto de artigos. Neste agrupamento as cinco palavras-chave mais frequentes foram: *venture capital* (60 ocorrências), *venture capitalists* (18), *syndication* (12), *business angels* (7) e *VC* (2).

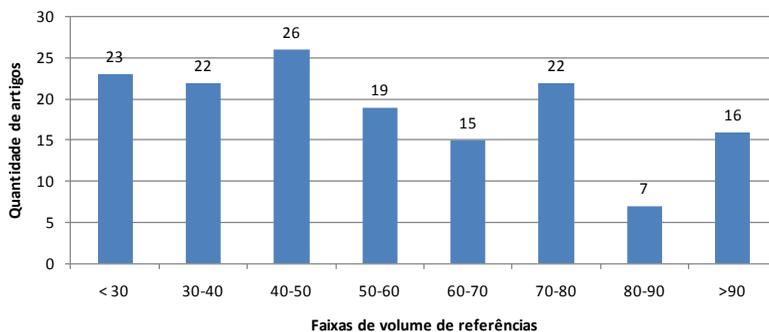
Tabela 5 - Conjunto de palavras-chave mais frequentes no portfólio alvo

CATEGORIAS	QTDE	VOLUME	PARCELA
Venture Capital	35	130	11,4%
Investments - generic	41	96	8,4%
Management	47	79	6,9%
Investment Decision-Making Process	32	65	5,7%
Firms - generic	12	57	5,0%
Geography	36	50	4,4%
Entrepreneurship	17	47	4,1%
Human Capital / Teams	28	46	4,0%
Startups / Small Enterprises / New Ventures	23	43	3,8%
Performance	8	39	3,4%
Tech	16	26	2,3%
Legal	13	25	2,2%
Private Equity	2	15	1,3%
Spin-off / Spin-outs	4	5	0,4%
Não classificadas	295	422	36,9%
TOTAL	609	1.145	100,0%

Fonte: Autor (2013)

A seguir, no Gráfico 2, são apresentadas as quantidades de referências utilizadas pelos 150 artigos do portfólio alvo. A média, não obstante, estabeleceu-se em 55 referências por artigo.

Gráfico 2 - Número de artigos do portfólio alvo por faixa de volume de referências



Fonte: Autor (2013)

A Tabela 6 representa uma das entregas conclusivas deste trabalho de pesquisa. Ela traz as referências mais citadas no portfólio alvo. No total, todas as referências que apareceram em, no mínimo, 10%

das referências são listadas a seguir. Junto a elas estão as informações de quantidade de artigos que as citaram, nome do primeiro autor, ano de publicação, parcela do total de artigos que as citam e volume de citações (Dezembro 2012) nas bases ISI Web of Knowledge, Scopus e Google Scholar.

Tais referências representam as fontes científicas que serviram de base para a construção do conhecimento em torno do tema do processo decisório de gestores de *venture capital* nos últimos 30 anos. São referências clássicas da literatura que tratam deste tema e devem servir de base para a pesquisa acadêmica atual e nos anos vindouros.

Tabela 6 - Referências mais citadas pelos artigos do portfólio alvo

Nº	ARTIGO	QTDE	AUTOR	ANO	% Total	Citações		
						ISI/ WoK	Scopus	Google
1	The structure and governance of venture capital organizations	38	Sahlman	1990	25,3%	424	473	2.130
2	Venture Capital Cycle	37	Gompers	1999	24,7%	0	0	1.874
3	A Model of Venture Capitalist Investment Activity	37	Tyebeeje	1984	24,7%	0	0	806
4	Criteria used by venture capitalists to evaluate	33	Macmillan	1985	22,0%	0	183	700
5	Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital	30	Gompers	1995	20,0%	303	0	1.422
6	Organizational endowments and the performance of university start ups	25	Shane	2002	16,7%	233	245	670
7	Venture capital and the professionalization of start-up firms	25	Hellmann	2002	16,7%	209	280	1.109
8	Syndication networks and the spatial distribution of Venture Capital Investments	24	Sorenson	2001	16,0%	262	265	856
9	A lack of insight	23	Zacharakis	1998	15,3%	58	83	290
10	The syndication of venture capital investments	22	Lerner	1994	14,7%	161	0	759
11	Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process	22	Macmillan	1987	14,7%	111	108	412
12	Toward a model of venture capital investment decision making	22	Fried	1994	14,7%	85	0	472
13	Trade-offs in the investment decision of European venture capitalists	22	Muzyka	1996	14,7%	67	76	212
14	The nature of information and overconfidence	21	Zacharakis	2001	14,0%	63	76	241
15	What do venture capitalists do?	21	Gorman	1989	14,0%	217	229	1.060
16	Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation	21	Hall	1993	14,0%	76	91	351
17	Venture capitalists and the oversight of private firms	20	Lerner	1995	13,3%	211	0	1.013
18	The venture capital revolution	18	Gompers	2001	12,0%	150	163	806
19	Venture capital and private equity: A review and synthesis	18	Wright	1998	12,0%	0	123	431
20	Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses	18	Kaplan	2004	12,0%	98	123	586
21	Financial contracting theory meets the real world	18	Kaplan	2003	12,0%	213	248	1.406
22	Venture capitalists assessment of new venture survival	17	Shepherd	1999	11,3%	87	97	242
23	Network ties, reputation, and the financing of new ventures	17	Shane	2002	11,3%	191	207	587
24	Why do venture capital firms exist?	17	Amit	1998	11,3%	92	111	474
25	What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation?	17	Hsu	2004	11,3%	109	128	533
26	Venture capitalist governance and value added in four countries	16	Sapienza	1996	10,7%	116	183	567
27	Picking winners or building them?	16	Baum	2004	10,7%	101	117	399
28	Grandstanding in the venture capital industry	15	Gompers	1996	10,0%	136	174	782
29	Money Chasing Deals?	15	Gompers	2000	10,0%	102	117	523
30	When do venture capitalists add value?	15	Sapienza	1992	10,0%	122	155	537
31	The interaction between product market and financing strategy	15	Hellmann	2000	10,0%	161	174	848
32	Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures	15	Stuart	1999	10,0%	452	472	1.303
33	Venture capitalist certification in initial public offerings	15	Meggison	1991	10,0%	353	0	1.497

Fonte: Autor (2013)

No total, as 33 referências com o maior volume de citações foram citadas por, no mínimo, 15 artigos do portfólio alvo. Na Tabela 7 são relacionados os periódicos mais frequentes neste grupo de referências. Com estas informações em mãos, fica evidente o destaque alcançado por um periódico em especial, o *Journal of Business Venturing*. Editado pela Elsevier e com fator de impacto JCR de 3,062, este veículo de promoção da ciência se eleva e conduz a construção da pesquisa em torno do *venture capital* nos últimos anos. Vale ressaltar que na lista de

periódicos mais frequentes do portfólio alvo, o *Journal of Business Venturing* aparece em segundo lugar com oito aparições.

Tabela 7 - Periódicos mais frequentes das referências mais citadas do portfólio alvo

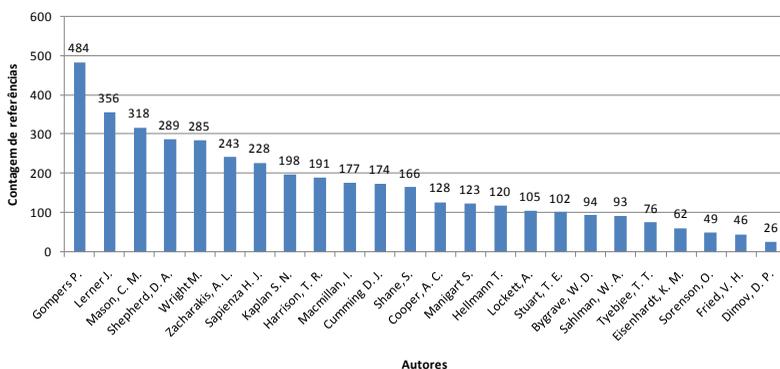
JOURNAL/EDITORA	QTDE
Journal of Business Venturing	11
The Journal of Finance	6
Management Science	4
Journal of Financial Economics	3
Financial Management	2
Review of Economic Studies	1
Administrative Science Quarterly	1
American Journal of Sociology	1
Review of Financial Studies	1
MIT press	1
Journal of Economic Perspectives	1
Journal of Business Finance & Accounting	1

Fonte: Autor (2013)

Identificadas as principais referências e periódicos reconhecidos pelos trabalhos do portfólio alvo, partiu-se para a identificação dos autores mais citados como primeiro e como segundo autor, conseqüentemente os responsáveis pela construção do conhecimento em torno do tema do *venture capital*.

Ao todo, os 150 artigos do portfólio alvo utilizaram, sem retirar as sobreposições, 8.398 referências. A partir destas referências, e seus autores, buscou-se determinar a frequência com que os diversos autores eram citados. Através de um processo iterativo pode-se levantar a quantidade de referências onde cada um destes acadêmicos atuava como autor principal ou secundário. Como pode ser observado no Gráfico 3, destaque especial para o professor da Universidade de Harvard, nos EUA, Paul A. Gompers, com 484 aparições.

Gráfico 3 - Autores mais citados como primeiro e como segundo autor



Fonte: Autor (2013)

Partindo das 8.398 referências foi desenvolvida, com o suporte de softwares de banco de dados, uma análise de referências cruzadas, onde foi possível identificar os grupos de autores que apareciam mais freqüentemente numa mesma referência. Na tabela seguinte são listados estes grupos de pesquisa, a quantidade de referências que surgiram dentro do portfólio alvo e o volume de citações totais.

Conforme apresentado na Tabela 8, destaque especial é dado aos professores Paul A. Gompers e Josh Lerner, ambos da Universidade de Harvard nos EUA, com maior volume de citações das referências comuns, 103 ao todo, e os professores Colin M. Mason, da Universidade de Strathclyde no Reino Unido e Richard T. Harrison, da Universidade de Belfast também no Reino Unido, estes últimos com o maior volume de referências comuns, 33 na sua totalidade.

Tabela 8 - Grupos de pesquisa com mais referências citadas no portfólio-alvo

GRUPOS	AUTORES	REFERÊNCIAS	CITAÇÕES	MÉDIA
1	Gompers e Lerner	13	103	7,9
2	Mason e Harrison	33	92	2,8
3	Wright e Lockett	26	74	2,8
4	Shepherd e Zacharakis	7	68	9,7
5	Sapienza, Manigart e Wright	18	63	3,5
6	Stuart e Sorenson	3	27	9,0
7	Stuart e Shane	1	25	25,0
8	Dimov e Shepherd	2	18	9,0

Fonte: Autor (2013)

4.2. AS PECTOS METODOLÓGICOS E AMOSTRAIS DO PORTFÓLIO CENTRAL

Nas próximas seções, são apresentadas as diversas análises relativas aos procedimentos metodológicos dos artigos do portfólio central. Aspectos como escopo da pesquisa, unidades de análise, recorte temporal, abrangência geográfica, entre outros, serão relatados e discutidos.

4.2.1. Portfólio Alvo

Na Tabela 9 são apresentadas as ocorrências para cada combinação das variáveis de escopo da metodologia. Foram escolhidos dois eixos de análise: (i) Empírico-Teórico; e (ii) Descritivo-Prescritivo. Como se pode observar, a grande maioria dos trabalhos são Empírico-Descritivos, no qual foram utilizados dados de pesquisas de campo (primários) e dados de outras pesquisas (secundários). Estes estudos tinham como objetivo descrever um fenômeno e/ou testar uma hipótese relacionada aquele fenômeno.

Tabela 9 - Escopo da metodologia do portfólio central

	Empírico	Empírico & Teórico	Teórico	TOTAL
Descritivo	90	3	6	99
Descritivo & Prescritivo	5	6		11
Prescritivo	4	3	15	22
TOTAL	99	12	21	132

Fonte: Autor (2013)

Ainda tratando do escopo da metodologia, no cruzamento do eixo Empírico-Teórico com o eixo do alvo temporal, Tabela 10, chega-se ao quadro apresentado a seguir. Neste caso, havendo um equilíbrio maior entre as alternativas de escopo de pesquisa com lastro no tempo: Transversal e Longitudinal.

Tabela 10 - Escopo de método versus alvo temporal

	Empírico	Empírico & Teórico	Teórico	TOTAL
Transversal	55	7	1	63
Longitudinal	43	5	1	49
Outros	1		19	20
TOTAL	99	12	21	132

Fonte: Autor (2013)

Junto às análises de escopo do método também investigou-se o perfil das unidades de análise principais de todos os artigos do portfólio central, Tabela 11. Nota-se uma predominância das pesquisas com foco nos Decisores – gestores de *venture capital* ou investidores anjo. Essa evidência indica que pesquisadores recorrem muito mais à fonte da decisão e aos responsáveis pelo processo de mapeamento e seleção de oportunidades de investimento, para testar suas hipóteses, do que os alvos do processo de seleção em si.

Tabela 11 - Unidade de análise alvo do portfólio central

Unidades de análise	Decisores	Empresas	Decisores & Empresas	Apoiadores	Outros	TOTAL
Ocorrências	83	33	12	3	1	132

Fonte: Autor (2013)

Ao todo foram mencionadas 96 diferentes bases de dados, apresentadas em 163 ocorrências. A seguir, na Tabela 12, são apresentadas as bases de dados mais utilizadas, ou seja, com no mínimo duas ocorrências.

A integridade dos dados de algumas bases foram investigados por diversos autores, e estes chegaram à conclusão de que os dados da *Thomson Financial's Venture Economics* contém a maioria dos investimentos de *venture capital* realizados nos EUA, principal alvo das pesquisas científicas do campo, e que os investimentos ausentes são pouco significativos (SORENSEN, 2007).

Contudo, Zhang (2011) faz algumas considerações sobre outra base de dados, a *VentureOne*. Embora ela seja mantida para fins comerciais, contém um rico conjunto de informações e tem atraído muitos pesquisadores acadêmicos. Comparando-se os bancos de dados

de *venture capital* com os contratos de financiamento de *venture capital* reais, Zhang (2011) constatou que os dados da *VentureOne* geralmente são mais confiáveis, mais completos e menos preconceituosos do que os dados da *Venture Economics*.

Tabela 12 - Bases de dados mais utilizadas no portfólio central

Nº	BASES DE DADOS	QTDE
1	Thomson Financial's Venture Economics	25
2	EVCA	7
3	NVCA	5
4	German Private Equity and Venture Capital Association (BVK)	4
5	Galante's Venture Capital and Private Equity Directory	3
6	BVCA	2
7	Global Entrepreneurship Monitor	2
8	Lexis/Nexis	2
9	National Bureau of Statistics of China	2
10	VentureOne	2
11	Press releases	7
12	Estudo de caso	7
13	Websites	5
14	Bases de dados dispersas	4
15	Random sampling	3
16	Business Plans	2
17	Industry reports	2

Fonte: Autor (2013)

No que diz respeito à categoria dos dados utilizados em cada pesquisa, apresenta-se na Tabela 13 a quantidade de ocorrências de cada tipo de dado, bem como de suas combinações. A preferência dos pesquisadores por dados primários é destaque.

Tabela 13 - Categorias de dados do portfólio central

Tipo de dados	Primários	Primários & Secundários	Secundários	Teorização	Teorização & Primários	Teorização & Secundários	Outros	TOTAL
Ocorrências	56	6	46	16	4	3	1	132

Fonte: Autor (2013)

Na Tabela 14 contabilizam-se as somas das amostras, para cada categoria de dados, utilizadas pelas pesquisas do portfólio central. É notável observar o volume de empresas analisadas por esses estudos. Apesar de existir uma predominância em volume, dos dados secundários, viabilizados pelas bases anteriormente identificadas, ainda sim, pesquisas de campo, com coletas de informações diretas,

conseguiram informações valiosas de milhares de empresas e gestores de *venture capital*.

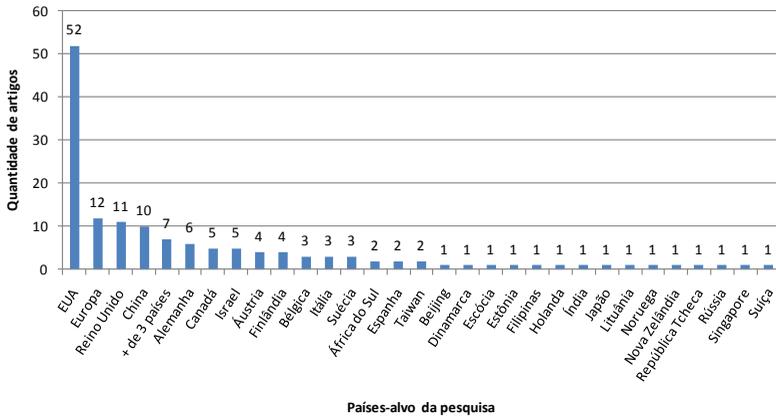
Tabela 14 - Quantidade das amostras por categoria de dados e unidades de análise

Tipo de dados	Soma das amostras utilizadas			
	Empresas	Gestores	Investidores	Programas de Preparação
Primários	10.013	2.130	76	6
Primários & Secundários	1.775	784	10	
Secundários	227.089	26.762		3
Teorização				
Teorização & Primários	21	29		
Teorização & Secundários	11.872			
TOTAL	250.770	29.705	86	9

Fonte: Autor (2013)

O Gráfico 4 indica os países-alvo da amostragem e/ou estudos qualitativos apresentados nos artigos do portfólio. As evidências falam por si e a relevância da pesquisa científica nos EUA, indicando uma importância do mercado norte americano na indústria do *venture capital* mundial, se torna algo inquestionável.

Gráfico 4 - Países-alvo da amostragem e/ou estudos qualitativos apresentados nos artigos



Fonte: Autor (2013)

Na Tabela 15, cruzam-se as informações de alvo temporal e categoria de dados dos trabalhos do portfólio central. Nota-se, portanto, certa coerência dos dados quando verifica-se que os estudos longitudinais utilizam maior volume de dados secundários, pois acredita-se, coletas de dados por longos períodos se tornam muitas vezes custosas, e dependendo do intervalo, totalmente inviáveis. Outra evidência que corrobora com a consistência dos estudos e da própria análise em si, é a concentração de ocorrências do uso de dados primários nos trabalhos transversais, onde fotografias de situações não correlacionadas com o tempo podem ser facilmente obtidas através do acesso direto às unidades de análise.

Tabela 15 - Quantidade de artigos por alvo temporal e categoria de dados

	Longitudinal	Transversal	Outros	TOTAL
Primários	8	48		56
Primários & Secundários	5	1		6
Secundários	34	12		46
Teorização			16	16
Teorização & Primários		2	2	4
Teorização & Secundários	2		1	3
Outros			1	1
TOTAL	49	63	20	132

Fonte: Autor (2013)

Para evidenciar a média dos períodos de cada categoria de dados, a Tabela 16 traz a soma dos períodos delimitados em cada tipo de pesquisa, bem como a média por estudo. Ratifica-se, portanto, a suposição de que dados secundários são utilizados para estudos com recortes temporais mais longos, no caso do portfólio central, a média dos períodos dos estudos, que utilizam dados secundários, ficou em 20 anos, quatro vezes maior do que os estudos que utilizaram dados primários.

Tabela 16 - Soma e média dos recortes temporais por categoria de dados

	Primários	Primários & Secundários	Secundários	Teorização	Teorização & Primários	Teorização & Secundários	TOTAL
Soma dos Períodos	39	55	646			18	758
Média dos Períodos	5	11	20			18	16

Fonte: Autor (2013)

A Tabela 17, que pode ser observada na seqüência, marca o começo da análise dos elementos mais específicos do processo de decisão dos gestores de *venture capital*. Ela apresenta as ocorrências cruzadas entre os artigos que tem no escopo a escolha de parâmetros específicos do processo, e também de setores da economia. Na maioria dos casos, os pesquisadores preferiram projetar estudos que tivessem como alvo, setores genéricos e parâmetros específicos, com o objetivo,

provavelmente, de testar hipóteses pontuais relacionadas a algum elemento do processo de análise e seleção de oportunidades de investimento. É inevitável notar a ausência marcante de estudos com escopo delineado por um setor específico e parâmetros genéricos (apenas uma ocorrência). A literatura, no entanto, não apresenta razões para tamanho desinteresse.

Nos capítulos seguintes os parâmetros específicos do processo de seleção de oportunidades de investimento serão mais detalhados, contudo, não se analisará, com mesma densidade, a questão dos setores da economia. Nesse sentido vale ressaltar que dentre as 16 ocorrências de estudos com setores específicos, os dois mais frequentes foram tecnologia da informação e biotecnologia. Esta observação está alinhada com dois estudos científicos. O primeiro e mais recente, de Guler (2007), indica que a indústria com a maior proporção de *venture capital* é a de software, cerca de 23% na amostra da pesquisa, seguido por medicina / saúde, e comunicação / mídia. O segundo estudo, de Gompers e Lerner (2001), analisou os desembolsos de *venture capital* por setor no ano de 1999, chegando à conclusão de que, cerca de 60% havia sido destinado para a indústria de tecnologia da informação, especialmente comunicações e redes, software e serviços de informação. Cerca de 10% foi para o setor de ciências da vida e empresas médicas, e o resto estava espalhado por todos os outros setores.

Tabela 17 - Quantidade de artigos por escopo de especificidade de parâmetro e setor

	Parâmetro Específico	Parâmetro Genérico	TOTAL
Setor Específico	15	1	16
Setor Genérico	91	25	116
TOTAL	106	26	132

Fonte: Autor (2013)

Entrando, a partir desta seção, na análise mais detalhada dos elementos inerentes aos processos de análise e seleção de oportunidades de investimento, apresenta-se na Tabela 18 um quadro da frequência cruzada entre os fatores ligados às empresas e os fatores ligados aos gestores de recursos. Com predominância, esperada, dos artigos que

tratam dos fatores ligados às empresas e, na análise cruzada, dos artigos que tratam de ambos os conjuntos de fatores.

Tabela 18 - Frequência cruzada de fatores ligados às empresas e aos gestores de recursos

	Fatores ligados aos decisores	-	TOTAL
Fatores ligados às empresas	65	50	115
-	16	1	17
TOTAL	81	51	132

Fonte: Autor (2013)

As seções 4.3 e 4.4 trarão mais informações sobre o conjunto de fatores de análise encontrados na literatura.

4.2.2. Portfólio Brasileiro

Na pesquisa por referências nacionais, encontrou-se 22 referências entre artigos de periódicos nacionais e dissertações, conforme apresentado na Tabela 19. Utilizando as palavras-chave: “*venture capital*”, “capital empreendedor”, “*venture capital*” e “*private equity*”, a busca foi realizada nas seguintes bases de dados: (i) Scielo; e (ii) Domínio Público do MCT.

Tabela 19 - Categorias das referências do portfólio brasileiro

TIPO	QTDE
Dissertação	17
Artigo-periódico	5
Tese	0
Artigo-evento*	0
TOTAL	22

Fonte: Autor (2013)

Após a análise de categorias de referências, investigaram-se quais eram os escopos mais frequentes nos estudos encontrados. Apesar do tamanho reduzido da amostra, mesmo não existindo recorte temporal, pode-se inferir, observando os resultados apresentados na Tabela 20,

que a pesquisa científica brasileira sobre *venture capital* é tímida e provavelmente imatura.

Tabela 20 - Escopo principal das referências do portfólio brasileiro

ESCOPO	QTDE	%
Panorama do Setor	10	45%
Processo Decisório	5	23%
Governança Corporativa	3	14%
Abertura de Capital	2	9%
Incubadoras	1	5%
Agregação de Valor	1	5%
TOTAL	22	100%

Fonte: Autor (2013)

Levando em consideração a extensa análise do portfólio alvo e portfólio central, onde se encontram dezenas de artigos internacionais qualificados e de grande impacto, chega-se a algumas conclusões acerca desta breve análise do portfólio brasileiro:

- i. Poucas publicações e pesquisas estruturadas por centros de pesquisa;
- ii. Nenhuma tese de doutorado;
- iii. Grande maioria é uma análise de panorama do setor, sem aprofundar em questões específicas;
- iv. Das cinco referências que tratam do processo de decisão de investimento quatro são Empíricas & Descritivas e uma é Teórica & Prescritiva, nenhum trabalho com foco Teórico & Descritivo, como é o dessa pesquisa;
- v. Maior uso de literatura cinzenta, como pesquisas, leis e normas, do que referências internacionais;
- vi. Apenas seis autores das listas dos mais citados dos portfólios brasileiro e alvo coincidem;
- vii. Da lista dos 24 autores mais citados do portfólio alvo, sete autores não são citados pelo portfólio brasileiro;
- viii. Autores de alta relevância como Mason, C., Shepherd, D. A., Wright, M., Zacharakis, A. L. e Sapienza, H. J., são citados poucas vezes.
- ix. Da lista das 33 referências mais citadas do portfólio alvo, 13 não são citadas pelo portfólio brasileiro e quatro apenas uma vez. Além disso, tais referências estão concentradas em um número reduzido de estudos;

- x. Ao todo, 27 referências (82%) do portfólio de clássicos são citadas em proporções menores no portfólio brasileiro do que no portfólio alvo.

CONTEXTUALIZAÇÃO DO QUADRO BRASILEIRO

A falta de maturidade identificada anteriormente é de certa forma justificada pelo contexto histórico do país. No Brasil, o empreendedorismo ganhou forças e se popularizou a partir da década de 90 com a abertura da economia, que propiciou a criação de diversas entidades voltadas para o tema, bem como o envolvimento mais ativo do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), o processo de privatização das grandes estatais e a abertura do mercado interno para concorrência externa (GEM, 2010).

Contudo, apenas em 2003 foi fundado o primeiro centro de pesquisa sobre *venture capital* no país, o Centro de Estudos em *Private equity* e *Venture capital* da FGV-EAESP (GVcepe). Ao fim de 2005 o GVcepe, publicou no Brasil e no exterior, o livro “A indústria de *Private equity* e *Venture capital* no Brasil – Primeiro Censo Brasileiro” (GVCEPE, 2011).

Foi este o ponto de inflexão nas informações, estatísticas e conhecimento sistematizado sobre a indústria de *venture capital* no país. Através deste mesmo centro de pesquisa que se desenvolveu uma segunda obra “A Indústria de *Private equity* e *Venture capital* – 2º Censo Brasileiro”, realizada pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e elaborada pelo GVcepe. Sua equipe de pesquisadores identificou, colheu e analisou informações de mais de 180 organizações gestoras de *Private equity* e *Venture capital* que atuam no Brasil. Foram compilados materiais científicos nacionais e internacionais, que serviram de base para a concepção e elaboração da obra (GVCEPE, 2011).

O que aconteceu em relação ao empreendedorismo no Brasil, nas últimas duas décadas, é realmente marcante. Antes da década de 90 o termo empreendedor era praticamente desconhecido e a criação de pequenas empresas era limitada em função do ambiente político e econômico, nada favorável ao país. Hoje está disseminado no país que o empreendedorismo é fundamental para a geração de riquezas, promovendo o crescimento econômico e aprimorando as condições de vida da população (GEM, 2010).

4.3. FATORES LIGADOS ÀS EMPRESAS REFERENTES AO PORTFÓLIO CENTRAL

Tyebjee e Bruno (1984), em um dos trabalhos mais referenciados desta área do conhecimento, reduziram 23 características do negócio em cinco dimensões de análise:

- 1) Atratividade do mercado (tamanho, crescimento e acesso aos clientes);
- 2) Diferenciação do produto (singularidades, patentes, estado da arte, margem de lucro);
- 3) Capacidades de gestão (habilidades em marketing, gestão, finanças e as referências do empreendedor);
- 4) Resistência a ameaças do ambiente (ciclo de vida da tecnologia, barreiras de entrada a concorrentes, insensibilidade aos ciclos de negócios e proteção aos riscos);
- 5) Potencial de liquidez (oportunidades futuras para concretizar os ganhos de capital por incorporação, aquisição ou oferta pública de ações).

Contudo, não observou-se um consenso firme da literatura sobre os principais grupos de análise. Por exemplo, Franke, Gruber *et al.* (2008) postulam que, apesar da literatura indicar uma ampla variedade de fatores de análise, parece que elas podem ser resumidas em quatro grupos principais: (1) produto / serviço, (2) mercado / indústria, (3) equipe inicial, e (4) retorno financeiro esperado da nova empresa.

Por fim, Ferrary e Granovetter (2009), sob uma outra ótica, expõem que um gestor de *venture capital* tipicamente avalia três tipos de risco antes de qualquer investimento: (1) o risco relacionado com a tecnologia, (2) o risco relacionado ao mercado, e (3) os riscos relacionados com o empreendedor.

Embora os resultados existentes pareçam um tanto heterogêneos, vale ressaltar que gestores de *venture capital* ranqueiam consistentemente os fatores individuais, como, por exemplo, os relacionados com a equipe, colocando-os sempre entre os três principais critérios de decisão (FRANKE, GRUBER *et al.*, 2008).

Após a revisão de todos os artigos do portfólio central, e dos principais artigos do portfólio de clássicos, foram selecionados os 10 principais artigos de cada portfólio que de alguma forma agrupavam fatores de análise e seleção de oportunidades de investimento. Após análise qualitativa das definições de cada construto, agruparam-se as categorias por fatores de semelhança, chegando-se aos conjuntos de fatores mais representativos, mencionados pela literatura. Esta análise é representada na Tabela 21.

Após observar diversos fatores que não se enquadravam nos quatro grupos citados por Franke, Gruber *et al.* (2008): Empreendedor, Produto & Serviço, Finanças e Mercado, percebeu-se que era possível vincular estes fatores a um grupo específico. Para encontrar sua denominação, procurou-se analisar como outros autores se referiam a estas questões. Na Tabela 21 observam-se alguns conceitos freqüentes como: estratégia do negócio, conceito do negócio, plano de negócios, operação, ligações externas e riscos. Sugeriu-se, portanto, que este novo agrupamento recebe-se o nome de Plano e Modelo de Negócios, que terá suas definições e referências exploradas em mais detalhes no capítulo cinco.

Tabela 21 - Mapeamento dos grupos de fatores ligados às empresas

Nº	ARTIGO	EMPREENDEADOR(ES)	MERCADO-ALVO	FINANÇAS	PRODUTO / SERVIÇO	PLANO E MODELO DE NEGÓCIOS	ECOSSISTEMA EMPREENDEDOR / ECONÔMICO
PORTFÓLIO CENTRAL							
1	"In pursuit of the real deal" A longitudinal study of VC decision making	Management Team	Market	Financial	Product	-	-
2	Business angel early stage decision making	Entrepreneur	Market	Financial	Product	-	-
3	Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria	Personality & Experience of the Entrepreneur	Market characteristics	Financial characteristics	Product or Service	-	-
4	Factors influencing venture capitalists' project financing decisions in South Africa	Management	Market	Financial	Product	-	-
5	Private equity and venture capitalists' investment criteria in the Czech Republic	Management	Market	Financial	Product	-	-
6	The extent and nature of heterogeneity of venture capital selection behaviour in new	Team and Entrepreneur	Targeted market	Financial forecast	Proposed product or service and Technology	-	-
7	The study on venture capital project appraisal using AHP-fuzzy comprehensive evaluation	Entrepreneur's characteristics	Market	Exit	Product technology	-	Macro environment
8	Valuation model of new start-up companies: Lithuanian case	Owner's profile	Market Opportunities	Financing model	-	External ties	-
9	Venture Capital Funding for Information Technology Businesses	Agency Risks	Market for the Product and Competitive Environment	-	-	Business Risk	-
10	Who's going to provide the funding for high tech start-ups? A model for the analysis of	Management Team	Market	Financial	-	Strategic and competitive	-
CLÁSSICOS							
1	A Model of Venture Capitalist Investment Activity	Managerial Capabilities	Market Attractiveness	Cash-Out Potential	Product Differentiation	Environmental Threat Resistance	-
2	Criteria used by venture capitalists to evaluate	Personality & Experience of the Entrepreneur	Market characteristics	Financial considerations	Product or Service characteristics	-	-
3	A lack of insight - do venture capitalists really understand their own decision process	Entrepreneur/team capabilities	Market/competitive conditions	Potential returns	Product/service attractiveness	-	-
4	Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process	Characteristics of the venture team	Characteristics of the target market	Forecast financial characteristics	Characteristics of the proposed product or service	-	-
5	Toward a model of venture capital investment decision making	Management	-	Returns	-	Concept	-
6	Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists	Management team and competence	Market	Financial	Product	Strategic-Competitive	-
7	The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making	Experience, Leadership and Completeness of the Team	Market size and growth / Competitors	Time to development and Buyers concentration	Proprietary protection and Product superiority	-	-
8	Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation	Characteristics of the entrepreneur/team	Economic environment of proposed industry	-	Product/market considerations	Strategy of the proposed business	-
9	Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses	Quality of management	Market size and growth & Competition and barriers to entry	Valuation & Financial market and exit conditions	Product and/or technology & Likelihood of customer adoption	Business strategy/model and Performance to date	-
10	What do investors look for in a business plan?	Entrepreneur / Management Team	Market	Financial Considerations	Product/Service	Strategy & Operations & Business Plan	-

Fonte: Autor (2013)

É de fácil percepção a atenção desproporcional dada aos quatro primeiros grupos de fatores, em comparação aos dois últimos (Plano de Modelo de Negócios e Ecossistema Empreendedor / Econômico). Outra observação relevante é o fato da onipresença do grupo de fatores relacionados ao empreendedor.

Desta forma foi possível agrupar tais fatores de acordo com grau de similaridade e correlação. Chegou-se aos seguintes grupos de fatores ligados às empresas: Empreendedor (EMP); Produto & Serviço (P&S); Finanças (FIN); Mercado-alvo (MER); Plano & Modelo de Negócios (NEG); e Ecossistema (ECO). A seguir é apresentado um conjunto de análises do portfólio central, baseando-se nos agrupamento de fatores.

Na Tabela 22 observa-se a frequência de citações de cada grupo de fatores. Apesar da proeminência dos fatores ligados ao empreendedor, vale à pena ressaltar que, todos os grupos, cada um com suas características singulares, apresentam certa consistência, sendo citados mais do que algumas dezenas de vezes.

Tabela 22 - Frequência dos grupos de fatores ligados às empresas

	Empreendedor	Produto & Serviço	Financeiro	Mercado-alvo	Plano & Modelo de Negócios	Ecossistema
	EMP	P&S	FIN	MER	NEG	ECO
Citações	65	30	53	34	45	31
% do Total	49%	23%	40%	26%	34%	23%

Fonte: Autor (2013)

Já nas Tabelas 23 e 24 faz-se uma análise cruzada de citações. Onde é possível observar a quantidade de artigos que um grupo apareceu junto com os outros.

Tabela 23 - Frequência de ocorrências comuns entre os fatores ligados às empresas

	EMP	P&S	FIN	MER	NEG	ECO
EMP	65					
P&S	24	30				
FIN	31	21	53			
MER	23	19	23	34		
NEG	32	18	25	21	45	
ECO	9	7	13	10	7	31

Fonte: Autor (2013)

Na Tabela 24, decomposição da anterior, é possível perceber, com mais evidência as inter-relações das menções dos grupos de fatores. Uma primeira inferência, que pode ser desdobrada, é o fato de que o grupo de fatores, ligados ao empreendedor, é o acompanhante mais freqüente entre os outros grupos. O que não é surpresa, levando-se em consideração que este é o grupo mais mencionado nos artigos do portfólio central.

Outra observação diz respeito ao conjunto Produto & Serviço, que possui a maior média de taxa de acompanhamento entre os grupos. Isso significa dizer que quando os fatores deste grupo aparecem nos estudos, como fatores de análise, em média, 59% das vezes estão acompanhados de fatores de outros grupos.

Tabela 24 - Frequência de ocorrências cruzadas entre os fatores ligados às empresas

	EMP		P&S		FIN		MER		NEG		ECO	
EMP	65	100%	24	80%	31	58%	23	68%	32	71%	9	29%
P&S	24	37%	30	100%	21	40%	19	56%	18	40%	7	23%
FIN	31	48%	21	70%	53	100%	23	68%	25	56%	13	42%
MER	23	35%	19	63%	23	43%	34	100%	21	47%	10	32%
NEG	32	49%	18	60%	25	47%	21	62%	45	100%	7	23%
ECO	9	14%	7	23%	13	25%	10	29%	7	16%	31	100%
MÉDIA	-	37%	-	59%	-	43%	-	56%	-	46%	-	30%

Fonte: Autor (2013)

Muzyka, Birley *et al.*, (1996) trazem uma análise concentrada dos fatores de análise para escolha de oportunidades de investimento por gestores de *venture capital* na Europa. Entre as suas principais conclusões destacam-se:

- a) Todos os cinco fatores ligados a equipe de gestão estavam entre os sete primeiros do ranking, com a capacidade de liderança do empreendedor principal e da equipe de gestão ficando em primeiro e segundo, respectivamente;
- b) Depois disso, os dois fatores mais importantes foram: um produto com diferenciais competitivos no mercado e uma equipe capaz de entregar este produto ao mercado;
- c) Os fatores de produto e mercado parecem ser moderadamente importantes, enquanto os fatores ligados ao fundo em si e a estrutura da negociação, aparecem apenas na parte inferior do ranking;
- d) Os fatores financeiros mais bem ranqueados como "potencial de liquidez", "taxa de retorno esperada", e "tempo para atingir o ponto de equilíbrio" demonstram a urgência com que os gestores de *venture capital* vêm seus investimentos;
- e) Por outro lado, as questões em torno da natureza do negócio, tais como a "capacidade de associação" e a "aderência com o fundo", são claramente questões de segunda ordem.

Na Tabela 25 estão listados os fatores ligados às empresas, com maior volume de ocorrências na análise de conteúdo do portfólio central. É possível observar uma aderência parcial da frequência de menções dos fatores com a sua importância relativa segundo Muzyka, Birley *et al.*, (1996).

Tabela 25 - Fatores mais frequentes ligados às empresas

CRITÉRIO	OCORRÊNCIAS
Experiência em gestão	19
Valoração da empresa	18
Taxa / Potencial de retorno	16
Riscos associados	16
Experiência da equipe	15
Experiência como empreendedor	15
Experiência no setor	15
Propriedade Intelectual	15
Educação	14
Atratividade do mercado-alvo	12

Fonte: Autor (2013)

4.4. FATORES LIGADOS AOS GESTORES DE RECURSOS REFERENTES AO PORTÓLIO CENTRAL

Identificou-se ao longo da pesquisa, que além dos fatores ligados às oportunidades de investimento, existiam outros fatores influenciadores no processo de decisão da indústria de *venture capital*, relacionados aos gestores dos recursos em si.

Uma pesquisa realizada por Petty e Gruber (2011) revela que existe um conjunto de fatores de análise de *venture capital* relacionados ao fundo de investimento em si, que foram amplamente negligenciadas em pesquisas anteriores, e que são, na verdade, os fatores de análise mais importantes no que diz respeito a rejeitar um acordo.

Ao todo foram identificados 62 parâmetros distintos, posteriormente organizados em oito categorias, conforme Tabela 26. Sendo elas: (i) Categorias de Investidores; (ii) Características dos Gestores; (iii) Captação de Recursos; (iv) Tese de investimento e Originação; (v) Avaliação; (vi) Negociação; (vii) Investimento; (viii) Monitoramento e Desempenho.

Tabela 26 - Frequência dos grupos de fatores ligados aos gestores de recursos

	Categorias de Investidores	Características dos Gestores	Captação de Recursos	Tese de Investimento & Originação	Avaliação	Negociação	Investimento	Monitoramento & Desempenho
Citações	21	38	2	38	24	13	23	28
% do Total	16%	29%	2%	29%	18%	10%	17%	21%

Fonte: Autor (2013)

Da mesma forma, foram listados os fatores, ligados aos gestores de recursos, mencionados nos estudos sobre processos de análise e seleção de oportunidades de investimento. Na Tabela 27 nota-se a presença marcante da Estratégia de Portfólio como fator mais citado em pesquisas sobre tal processo.

Tabela 27 - Fatores mais freqüentes ligados aos gestores de recursos

CRITÉRIOS	OCORRÊNCIAS
Estratégia de Portfólio	20
Experiência dos gestores	15
Co-investimento	14
Estágio das empresas-alvo	12
Empatia / Intuição / Confiança	12
Rede de contatos	10
Performance	10
Capital Humano	9
Práticas de agregação de valor	9
Quantidade de empresas investidas	8
Saída	8

Fonte: Autor (2013)

Observam-se tanto objetivos, como estágio das empresas-alvo, quanto fatores subjetivos, e freqüentes, como a Empatia, Intuição e Confiança do empreendedor, neste caso, agrupadas como um elemento de influência cognitiva no processo de decisão. No capítulo cinco todos os fatores do processo decisório encontrados serão apresentados e alguns deles discutidos.

5. RESULTADOS DA PESQUISA

Este capítulo é dedicado aos resultados da pesquisa no que tange ao conteúdo e contribuições dos trabalhos com maior número de citações. A seguir, são apresentados os fatores de análise encontrados durante a pesquisa, junto a uma discussão sobre alguns dos critérios de decisão identificados nos estudos científicos referenciados. Na primeira parte apresenta-se o mapa da literatura internacional recente sobre o processo decisório de gestores de *venture capital*, bem como de investidores, onde se encontram a relação de todos os fatores ligados tanto às empresas quanto aos gestores de recursos. A segunda parte traz os principais agrupamentos de fatores e fases do processo de uma forma esquemática, onde é possível observar as inter-relações contidas neste tipo de processo decisório.

5.1. MAPA DA LITERATURA INTERNACIONAL RECENTE – PORTFÓLIO CENTRAL

O mapa da literatura internacional recente foi construído com base no portfólio central. Ele traz, agrupamento por agrupamento, as descobertas das pesquisas científicas em torno do tema, mais especificamente, os artigos com maior quantidade de citações nas bases selecionadas. Esta sessão está dividida em duas partes, a primeira trata dos fatores de análise e critérios de decisão ligados às empresas, e a segunda parte dos fatores de análise e critérios de decisão ligados aos gestores de recursos, instituições públicas, privadas e indivíduos.

5.1.1. Fatores ligados às empresas

Em busca do entendimento do processo e dos fatores de análise de tomadores de decisão de *venture capital*, Maxwell, Jeffrey *et al.* (2011), descobriram que, ao contrário do que sugere a maioria das pesquisas anteriores, investidores anjo não usam um modelo de decisão de investimento totalmente compensatório em que eles pesam e pontuam um grande número de atributos. Ao invés disso, eles utilizam um atalho para a tomada de decisão, uma heurística conhecida como “eliminação por aspectos”, que reduz as oportunidades de investimento disponíveis para uma quantidade mais gerenciável. Se a oportunidade possui uma falha fatal, ela é rejeitada na primeira etapa do processo de tomada de decisão, mas todas as oportunidades, sem falhas fatais avançam para a fase seguinte. Quais são então os fatores analisados que

podem desencadear uma “eliminação por aspecto”? Quais variáveis ambientais influenciam nesse processo?

Para as empresas de *venture capital* que buscam oportunidades em estágios iniciais, a presença de alta tecnologia e a própria localização da empresa são fatores mais importantes, nas fases preliminares de seleção, do que para as empresas de *venture capital* com foco em empresas mais maduras. Já as características do empreendedor, o histórico do empreendedor principal e a experiência da equipe de gestão são fatores de análise consistentemente mais importantes do que características do mercado e do produto (PINTADO, DE LEMA *et al.*, 2007).

Apesar da importância, aparentemente unânime dada ao empreendedor, uma pesquisa de Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) mostra que apenas 7,5% das empresas estudadas, apoiadas por *venture capital*, mudaram suas linhas de negócio, contra 61% que mudaram seus diretores presidentes desde a fundação até a abertura de capital da empresa. O fato que chama atenção nesse estudo é que as empresas da amostra, que não tiveram apoio de fundos de *venture capital*, mudaram a gestão em 49% dos casos, um volume substancialmente menor de mudanças levando em consideração a diferença estatística. Os resultados da pesquisa contribuem para o debate sobre a importância relativa da equipe de gestão (jôquei) e do negócio em si (cavalo) (KAPLAN, SENSOY *et al.*, 2009). Discussão que será retomada em seguida.

Já do ponto de vista do empreendedor, Haynie, Shepherd *et al.* (2009) descobriram que estes definem as oportunidades como mais atraentes, quando elas possuem certa aderência com o conhecimento, competências e habilidades da equipe de gestão. Os autores do estudo levantam, no entanto, três condições que atraem os empreendedores para uma oportunidade incompatível com o capital humano existente na equipe: (i) a raridade da oportunidade; (ii) os limites da concorrência associado à exploração da oportunidade; e (iii) a idade da empresa quando se considera o valor de uma oportunidade. Quando qualquer uma destas três condições existirem, os empreendedores se tornam mais dispostos a experimentar algo novo e a ir além de suas competências existentes. Ainda segundo Haynie, Shepherd *et al.* (2009), os empreendedores talvez sejam muito pragmáticos e não estejam a procura da oportunidade perfeita, mas buscam uma oportunidade imperfeita, que é mais perfeita para eles do que para os outros.

Sendo assim, da mesma forma que Pintado, De Lema *et al.* (2007) indicam que a análise de gestores de *venture capital* pode variar conforme a maturidade da empresa, Haynie, Shepherd *et al.* (2009)

demonstram que a forma como os empreendedores pensam sobre o valor das oportunidades - em função do seu conhecimento, competências e habilidades - depende da idade da sua empresa.

Brevemente, identificam-se alguns fatores analisados no processo de seleção de gestores de *venture capital* e um fator ambiental que influencia na dinâmica de decisão, o tempo de vida da empresa. Na Tabela 28 observar-se os seis grupos de fatores identificados na literatura e a frequência com que cada um deles foi encontrado nos artigos do portfólio central. Nas sessões seguintes cada um dos grupos será analisado em detalhes, bem como os fatores ambientais que os influenciam.

Tabela 28 - Grupos de fatores ligados às empresas

FATORES LIGADOS ÀS EMPRESAS	CITAÇÕES
EMPREENDEDOR(ES)	65
FINANÇAS	53
PLANO E MODELO DE NEGÓCIOS	45
MERCADO-ALVO	34
ECOSSISTEMA EMPREENDEDOR / ECONÔMICO	31
PRODUTO / SERVIÇO	30

Fonte: Autor (2013)

Em convergência com Pintado, De Lema *et al.* (2007), o grupo de fatores ligados ao(s) Empreendedor(es) é o que recebeu a maior quantidade de menções nos artigos. De qualquer forma, a discussão sobre a importância dos fatores humanos e não-humanos na literatura parece não ter fim. Retoma-se a posição de Kaplan, Sensoy *et al.* (2009), que afirmam ser mais fácil apontar empresas conhecidas, que são movidas por seus ativos não-humanos, do que apontar empresas que dependem de uma determinada pessoa. Os autores citam exemplos de grandes empresas internacionais: eBay, Cisco, e Google, como organizações que estão nas mesmas linhas de negócio que começaram e foram liderados por executivos não fundadores desde cedo. De acordo com as conclusões de Kaplan, Sensoy *et al.* (2009), uma vez que os fundadores constroem os ativos não-humanos, os fundadores se tornam dispensáveis e substituições por pessoas que possuem as competências adequadas, levam tais empresas ao sucesso usando esses ativos não-humanos.

Para enriquecer ainda mais a discussão, pode-se citar um estudo de Hall e Hofer, (1993), que traz resultados surpreendentes, segundo os próprios autores, acerca da falta de importância que os gestores de

venture capital deram à equipe/empreendedor durante os estágios iniciais do processo de avaliação de risco. Embora observações sobre o empreendedor fossem feitas na maior parte das propostas, estas características normalmente não desempenharam um papel importante na decisão de rejeitar ou aceitar as propostas estudadas. A conclusão das observações de Hall e Hofer (1993) é que as características do empreendedor não são importantes na avaliação das propostas de investimento, exceto nas extremidades da distribuição da capacidade empresarial, isto é, para o empreendedor muito incompetente e para o empreendedor muito competente.

É possível que os resultados de Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) sejam consistentes quando sugerem que tomadores de decisão de investimentos em empresas nascentes inovadoras devem colocar mais peso sobre o negócio (o “cavalo”) do que na equipe de gestão (o “jôquei”)? Vamos começar analisando o que a literatura científica internacional traz de conteúdo sobre o(s) Empreendedor(es).

EMPREENDEADOR

Franke, Gruber *et al.* (2008) afirmam que a qualidade percebida da equipe de uma empresa nascente é de grande importância na tomada de decisão de gestores de *venture capital*. Mais especificamente, as características que são frequentemente mencionados por tomadores de decisão, como características desejáveis são: experiência no setor, experiência em liderança, capacidade de gestão e competências tecnológicas. Já Petty e Gruber (2011) ponderam que o caráter e as habilidades da equipe de gestão não podem entrar em jogo no processo de avaliação, até que os outros fatores relacionados ao produto, mercado e potencial financeiro sejam totalmente avaliados. De acordo com essa ótica, as características da equipe podem ser consideradas muito importantes, como se fossem pré-requisitos, mas complementares, ou seja, precisariam estar associadas com outros fatores atraentes do negócio. Em contrapartida, Arthur Rock, um proeminente gestor de *venture capital*, enfatizou que a qualidade, a integridade e o compromisso são necessários para os empreendedores que buscam recursos. Ao mesmo tempo, de acordo com Rock, uma grande equipe de gestão poderia encontrar uma boa oportunidade, mesmo que tenham que fazer uma grande mudança de mercado-alvo (KAPLAN, SENSOY *et al.*, 2009).

Beckman, Burton *et al.* (2007) buscaram entender a conseqüência direta de determinadas características da equipe no sucesso de uma captação de recursos e da própria empresa. Sua pesquisa aponta que o

amplo acesso à informação, em virtude da presença de membros da equipe que trabalharam em muitas empresas diferentes e tem diversos tipos de experiências anteriores, tendem a ser associados com resultados positivos. Além disso, empresas com fundadores de alto nível têm maior probabilidade de abrirem seu capital no futuro. A ausência ou saída desses empreendedores de alto nível, em contrapartida, reduz as chances de uma abertura de capital. Os resultados também sugerem que a experiência anterior das pessoas é constantemente associada com resultados positivos da empresa. Sendo assim, Beckman, Burton *et al.* (2007) sugerem que experiência, composição e rotatividade da equipe são todos fatores importantes, e que devem ser levados em conta no processo.

Em função da complexidade percebida do construto humano dentro do processo de avaliação e da quantidade de fatores encontrados na pesquisa, resolveu-se organizar subgrupos para o grupo Empreendedor(es), apresentados na Tabela 29.

Tabela 29 - Subgrupos de fatores ligados ao Empreendedor

EMPREENDEDOR(ES)	CITAÇÕES
Capital Humano	44
Comportamento Empreendedor	24
Social Capital	16
Comunicação / Negociação	15
Time / Equipe	13
Demográficos	8

Fonte: Autor (2013)

Apesar de não encontrarmos literatura com esse mesmo agrupamento de fatores, Beckman, Burton *et al.* (2007) descobriram que fatores ligados (i) a composição da equipe; (ii) a capital humano; e (iii) o capital social, têm efeitos consistentes e geralmente positivos sobre a probabilidade do empreendedor atrair *venture capital* e abrir capital da sua empresa no futuro.

Corroborando com a perspectiva multidimensional da análise do empreendedor, fica claro para Paul, Whittam *et al.* (2007), em uma pesquisa com foco em investidores anjo, que se os empreendedores querem atrair atenção deste tipo de investidor, precisam ser capazes de apresentar não apenas suas idéias, mas também a si mesmos de forma eficaz. Adiciona-se, portanto, as perspectivas de (iv) comunicação e (v) comportamento.

Trazendo o elemento externo à empresa, que acaba por influenciar estes fatores no processo de análise, Paul, Whittam *et al.* (2007) indicam que, na fase de mapeamento dos investimentos, os investidores anjo são mais propensos a dar maior ênfase aos fatores pessoais do que os gestores de *venture capital*.

É importante ressaltar a existência de uma interdependência destes fatores, muitas vezes destacada na literatura. Zhang (2011), por exemplo, argumenta que o processo de construção de uma empresa, como experiência pregressa, é particularmente importante por duas razões. Em primeiro lugar, para desenvolver o capital humano, dado que algumas habilidades empreendedoras são difíceis de ensinar em sala de aula. Sendo assim, espera-se que empreendedores de empresas nascentes, com experiências anteriores, tenham um conjunto mais completo de habilidades e, portanto, um melhor desempenho em seus próximos empreendimentos. O segundo ponto diz respeito ao desenvolvimento do capital social. A experiência de fundação de uma empresa também dá ao empreendedor a chance de conhecer e se relacionar com diversos tipos de pessoas, incluindo (a) gestores de recursos, tais como banqueiros, gestores de *venture capital* e investidores anjo; (b) profissionais, como contadores, consultores, advogados, e especialistas em recursos humanos, (c) fornecedores, e (d) clientes.

Em seguida os subgrupos são apresentados e discutem-se cada um dos construtos, definições e dinâmicas de relacionamento com o processo de análise de oportunidades de investimento.

EMPREENDEDOR – Capital Humano

O capital humano representa o conhecimento e as habilidades que as pessoas aplicam ao executar determinadas tarefas. A literatura sobre capital humano normalmente distingue entre o capital humano genérico, relacionado à educação em geral e experiências de vida, e capital humano específico, referente à educação e à experiência específica relacionadas a uma atividade ou contexto particular (BECKER, 1975 apud DIMOV, 2010).

Bruns, Holland *et al.*, (2008) desenvolveram uma pesquisa sobre como instituições fornecedoras de crédito e gestores de *venture capital* avaliam o capital humano. Eles descobriram que as características do capital humano tiveram um impacto marginal nas decisões de aprovação de empréstimos e que o capital humano específico não teve qualquer influência significativa sobre esse tipo de processo decisório. No entanto, o estudo indica que a semelhança entre o capital humano dos

requerentes e dos representantes das instituições financeiras é um indicador significativo da aprovação do empréstimo. Esta descoberta apresenta um ponto de vista interessante sobre a complexidade do efeito do capital humano sobre a tomada de decisão e como isso acontece. Enquanto os gestores de *venture capital* se concentram principalmente sobre o "ganho potencial" de possíveis empresas da carteira, os representantes de instituições financeiras se concentram na "perda potencial" e são atraídos pelas empresas onde o risco do negócio é baixo. Na mesma linha conclusiva, Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) pontuam em seus estudos que as características de capital humano das equipes avaliadas não prevêm o financiamento de *venture capital* ou a abertura de capital da empresa. Reforçando a idéia de que o negócio e os ativos não-humanos são relativamente mais importantes no processo de análise.

Evitando o fracasso ou conquistando o sucesso para a empresa, o fator do capital humano é avaliado sob diversas óticas. Shepherd (1999) conclui em suas avaliações, que gestores de *venture capital* consideram a capacidade da equipa de gestão para lidar com as mudanças no ambiente externo junto ao nível de incertezas do negócio. E na comparação com outros construtos encontram-se dois pontos de vista interessantes. De acordo com o modelo de persuasão utilizado no estudo de Chen, Yao *et al.* (2009), o preparo do empreendedor é mais relevante para um gestor de *venture capital* do que a paixão percebida. Já o segundo estudo analisa as características que determinam os fatores ligados aos empreendedores que os ajudam na constituição de suas empresas. Os resultados são da pesquisa de Dimov (2010) e demonstram que a confiança na oportunidade afeta positivamente a decisão de iniciar uma empresa nascente de alto risco e que, por isso, a experiência empresarial e o planejamento inicial têm apenas efeitos indiretos sobre o surgimento do negócio. Em contrapartida, a experiência na indústria tem um efeito direto e positivo sobre o surgimento da empresa. Empreendedores emergentes com maior experiência na indústria são mais propensos a persistir em seus esforços de abrir um negócio, ainda que isso não conduza necessariamente a abertura da empresa.

Desta forma, podemos concluir que educação e experiência são os principais meios de construção do capital humano e que este fator de análise influencia o processo de diversas formas, interagindo com também com outros fatores do negócio e da equipe. Na Tabela 30 observam-se todos os fatores ligados ao capital humano citados nos artigos do portfólio central.

Tabela 30 - Lista de fatores do subgrupo Capital Humano

Nº	Capital Humano	Citações
1	Experiência em gestão	19
2	Experiência da equipe	15
3	Experiência como empreendedor	15
4	Experiência no setor	15
5	Educação	14
6	Expertise Tecnológica	9
7	Capacidade de inovar	8
8	Experiência em Finanças	6
9	Status acadêmico do time	4
10	Capacidade de explorar a oportunidade	4
11	Capacitação	2
12	Capital humano específico	2
13	Experiência como empreendedor investido	2
14	Diversidade de experiências anteriores	2
15	Capacidade de aprender	2
16	Experiência em Marketing	1
17	Experiência Internacional	1
18	Empreendedor residente	1

Fonte: Autor (2013)

Com é possível observar, a experiência, geral e específica, é um fator citado com uma frequência significativa. Apesar de não ser o fator mais citado, a experiência no setor parece ser de longe a característica mais importante. Franke, Gruber *et al.* (2008) descobriram que a experiência na indústria é de 1,8 vezes, ou seja, quase duas vezes mais importante que o campo da educação, que ocupa o segundo lugar em importância global. Segundo o mesmo estudo, em terceiro lugar viria a educação acadêmica, com cerca de metade da importância da experiência na indústria. A menor importância é atribuída à experiência de liderança, conhecimento mútuo dos membros da equipe e idade. O tipo de experiência de trabalho prévia ocuparia a última posição. Contudo, Franke, Gruber *et al.* (2008) pontuam que embora o fato de possuir experiência na indústria, pareça ser condição essencial para um gestor de *venture capital* avaliar uma equipe, muitas vezes, é suficiente ter apenas alguns especialistas do setor a bordo. Para a experiência de liderança, a pesquisa encontra um padrão similar ao identificado na experiência na indústria. Não ter membros com experiência em liderança é provável que seja um critério de desqualificação no processo de avaliação. No entanto, a contribuição do fato de "alguns membros da equipe com experiência de liderança" é quase idêntico ao de "todos os membros da equipe".

Tratando ainda da temática da experiência, Beckman, Burton *et al.* (2007) descobrem que a experiência executiva prévia geralmente auxilia as equipes na captação de *venture capital* e na abertura de capital de suas empresas. Em contrapartida, a experiência prévia com empresas nascentes teve uma correlação negativa com resultados da empresa em três das quatro especificações da pesquisa. Já Mosey e Wright (2007) chegam a conclusão que a experiência de abertura de negócios parece se relacionar com o crescimento da empresa nascente, diferentemente da experiência na indústria. A experiência com a abertura de outras empresas aparece com frequência na literatura e é analisada também por Hsu (2007). A pesquisa conclui que empreendedores com experiência prévia na abertura de empresas, aqueles que já receberam *venture capital* no passado, tinham mais chances, tanto de captar recursos novamente, quanto de receber propostas financeiras melhores. Outra pesquisa que aborda o tema é de Zhang (2011). Nela, conclui-se que empreendedores com experiência prévia de fundação de empresas possuem mais habilidades e conexões sociais do que os empreendedores iniciantes. Comparado com os empreendedores iniciantes, os empreendedores com experiência em captações de recursos com *venture capital* tendem a levantar mais recursos em uma rodada inicial de financiamento e tendem a completar a rodada inicial com muito mais rapidez. Em contraste, os empreendedores experientes, cujas empresas anteriores não eram apoiadas por fundos de *venture capital*, não mostram uma vantagem similar sobre empresários iniciantes, o que sugere a importância das conexões com os gestores de *venture capital* nas primeiras fases de captação de recursos. No entanto, quando a análise também leva em conta as rodadas posteriores de financiamento, todos os empreendedores com experiência prévia de abertura de empresas parecem levantar mais recursos de *venture capital*. Isto implica que as competências adquiridas no processo de construção de um negócio podem fazer com que um empreendedor tenha um melhor desempenho e, por sua vez, atraia mais *venture capital* (ZHANG, 2011).

Fechando a discussão sobre a experiência, destaca-se a recomendação de Beckman, Burton *et al.* (2007), que deve-se compreender tanto o "o quê" como o "onde" das experiências anteriores da equipe, afinal, as equipes empreendedoras são combinações complexas de experiências que têm efeitos substanciais sobre os resultados do negócio.

Em seguida levantam-se algumas conclusões das pesquisas que analisaram como a educação da equipe afeta o processo decisório. Franke, Gruber *et al.* (2008), concluíram que uma formação acadêmica é

essencial, mas que quase não faz diferença se alguns ou todos os membros da equipe possuem ensino superior. Além disso, apesar da natureza técnica de algumas empresas, equipes compostas inteiramente de engenheiros se saem tão mal que quando isso ocorre, parece ser um critério que desqualifica a empresa para próxima fase do processo de avaliação.

Abordando também a questão da educação geral e específica, bem como sua interdependência, Henneke e Lüthje (2007) destacam que a educação relacionada à tecnologia fornece a base para invenções tecnológicas substanciais, enquanto as habilidades de marketing ajudam a monitorar o cenário competitivo. Os autores sugerem ainda que, uma formação em administração geral permite que os membros da equipe integrem oportunidades de mercado com os desenvolvimentos tecnológicos de uma empresa. E finalmente, as habilidades financeiras devem fornecer uma base essencial para a captação de recursos financeiros, necessários para realizar as atividades de desenvolvimento e marketing. Sendo assim, as conclusões de Henneke e Lüthje (2007) convergem com as descobertas de Franke, Gruber *et al.* (2008) em relação à diversidade da formação da equipe, trazendo a informação de que as equipes heterogêneas têm forte preferência em relação às equipes onde todos os membros têm um perfil educacional muito similar. Já em relação ao nível educacional a pesquisa de Hsu (2007) relata que equipes com fundadores que possuíam doutorados tinham mais chances de captar recursos com fundos e terem valorações maiores, sugerindo um efeito deste tipo de sinal para provedores de recursos externos.

EMPREENDEDOR – Comportamento Empreendedor

Nesta pesquisa foram agrupados os fatores de análise ligados ao comportamento dos empreendedores, ou seja, os fatores mais subjetivos do processo de avaliação que podem influenciar a percepção dos gestores de *venture capital* em relação à personalidade do empreendedor.

De acordo com pesquisa do GEM (2010), a atitude empreendedora é avaliada por meio de diversos indicadores, os quais são agrupados conforme relação a seguir:

- Percepção de oportunidades e capacidades: Em que medida as pessoas acreditam que existem boas oportunidades para iniciar negócios e sua capacidade para realizá-los.
- Medo do fracasso: O nível do risco que as pessoas estão dispostas a assumir para iniciar um novo negócio.

- Percepções sobre a atividade empreendedora e o empreendedor: Como o empreendedor é visto em termos de status na sociedade, opção de carreira e como a mídia trata do assunto empreendedorismo.
- Intenções empreendedoras: As intenções dos indivíduos de optarem pela carreira empreendedora.

Na Tabela 31 são indicados todos os fatores enquadrados neste grupo de fatores, identificados na literatura contida no portfólio central.

Tabela 31 - Lista de fatores do subgrupo Comportamento Empreendedor

Nº	Comportamento Empreendedor	Citações
1	Capacidade de liderança	9
2	Personalidade da equipe	4
3	Motivações para empreender	3
4	Capacidades empreendedoras	2
5	Pais empreendedores	2
6	Paixão Empreendedora	2
7	Propensão/Capacidade em assumir riscos	2
8	Convicção na Oportunidade	2
9	Comprometimento	2
10	Estilo de Gestão	1
11	Integridade	1
12	Flexibilidade	1
13	Proatividade	1
14	Reconhecer fraquezas	1
15	Ambição	1
16	Perseverança	1

Fonte: Autor (2013)

Em relação às conclusões sobre o papel de fatores específicos no processo de análise, foram selecionadas duas pesquisas que tratam de construtos ligados ao comportamento do empreendedor. A primeira, de Chen, Yao *et al.* (2009), pondera que empreendedores precisam vender seus planos para potenciais investidores, colaboradores e clientes. Em tais situações, a paixão demonstrada é muitas vezes fundamental para convencer os indivíduos alvo de investir seu dinheiro, tempo e esforço no novo negócio. Segundo os autores, empreendedores apaixonados são aqueles que mostram emoções fortes e positivas em relação a seus projetos, que não param de pensar e falar sobre suas idéias, e que estão sempre ocupados mobilizando recursos para transformar suas idéias em realidade.

Psicólogos sociais têm tratado a paixão como um construto motivacional que contém componentes afetivos, cognitivos e comportamentais. Autores deste campo científico descobriram que as características dos empreendedores, incluindo tenacidade, pró-atividade, e paixão pelo trabalho, exercem efeitos positivos sobre o crescimento da empresa. Mais importante, os empreendedores apaixonados também mostraram maior motivação e uma maior propensão a fazer seus negócios crescerem, quando comparado a outros em sua amostra (CHEN, YAO *et al.*, 2009).

No entanto, os resultados do estudo de campo mostraram, de forma consistente, que a preparação do empreendedor, não a paixão demonstrada, impacta positivamente a decisão de financiamento de uma empresa nascente via fundos de *venture capital*. Os efeitos da “paixão percebida” foram estatisticamente insignificantes para os resultados.

Outro construto, estudado por Dimov (2010) é a confiança na oportunidade. Segundo o autor este é um julgamento emergente e em evolução, que reflete as crenças dos empreendedores, sobre a oportunidade que possuem em mãos, e constitui, assim, um incentivo aos esforços de se aventurar. As análises dos dados mostram que a confiança na oportunidade afeta positivamente o surgimento de uma empresa, e que, por isso, a experiência empresarial e planejamento inicial tem apenas efeitos indiretos nesse processo. Mais especificamente, a confiança na oportunidade diminui a probabilidade de descontinuação e aumenta a probabilidade do início da operação, enquanto que a experiência da indústria apenas diminui a probabilidade de descontinuação.

EMPREENDEDOR – Capital Social

De acordo com HSU (2007), tanto a presença de capital humano quanto de capital social, estão positivamente relacionados com a avaliação de risco de um negócio. Mosey e Wright (2007), através da análise de dados de sua pesquisa encontraram diferenças consistentes em capital humano e social entre os empreendedores que conseguiram progredir com seus negócios e aqueles que não foram bem sucedidos, independentemente do ambiente empresarial. Assim, para os indivíduos que pretendem iniciar seus próprios negócios, é importante utilizar suas posições no mercado de trabalho, para construir laços em uma rede de contatos (ZHANG, SOUTARIS *et al.*, 2008).

Shane e Stuart (2002) concentram sua análise no papel do capital social dos empreendedores como determinante de resultados. Análises históricas de eventos mostram que empresas nascentes, nas quais seus

fundadores têm relações diretas e indiretas com gestores de *venture capital*, têm maior probabilidade de receber financiamento e são menos propensos a fracassar. Por sua vez, receber recursos de fundos de *venture capital* é um dos fatores determinantes mais importantes na probabilidade de uma abertura de capital. Os autores por sua vez concluem que o capital social dos fundadores da empresa representa um benefício importante para as organizações em estágio inicial.

Ademais, quando uma empresa carece do conhecimento necessário para atuar com êxito em um determinado domínio, a colaboração com os parceiros externos se torna mais benéfica. Observa-se que o acesso ao conhecimento externo, em termos do número de parceiros, melhora o desempenho. Mais parceiros aumentam o alcance que o conhecimento da empresa pode acessar e oferece mais soluções para problemas específicos. No contexto de investimentos de *venture capital*, as operações que envolvem mais investidores, dentro de um consórcio de co-investidores, tinham mais chances de sucesso (DE CLERQ e DIMOV, 2008).

Na Tabela 32, encontram-se os fatores encontrados na literatura, ligados ao capital social das empresas. E na seqüência, a continuação da discussão acerca dos aspectos do capital social e o seu processo de desenvolvimento.

Tabela 32 - Lista de fatores do subgrupo Capital Social

Nº	Social Capital	Citações
1	Reputação	3
2	Competências Sociais	2
3	Conexões políticas	1
4	Acesso ao mercado	1
5	Endosso institucional	1

Fonte: Autor (2013)

A competência social pode intervir muito cedo no processo de captação de *venture capital*, ampliando o escopo para a busca de potenciais investidores. Sugere-se que além da rede de contatos, a "ousadia social" – capacidade de interagir com estranhos – deve ser um aspecto importante da competência social, pelo menos para os empreendedores, podendo, em certa medida, ajudá-los a superar limitações de suas redes de contatos já existentes, se aproximando de gestores de recursos e tomadores de decisão. (ZHANG, SOUTARIS *et al.*, 2008).

Yiu e Lau (2008) argumentam que os recursos de uma empresa, baseados em redes de contato, como o capital político, o capital social e o capital de reputação são fundamentais às empresas para permitir acesso especial a vários recursos e credibilidade em mercados emergentes. De acordo com estes autores, o capital social em si tem a função de levar a empresa a objetivos específicos, ao invés do desempenho global da empresa.

Dentre os fatores externos, que ajudam a desenvolver o capital social, resultados mostram que alto status profissional e experiência de trabalho industrial estão associados positivamente com a propensão do empreendedor em utilizar as suas redes existentes, aumentando a utilização de suas conexões de rede, no entanto, essas influências são amenizadas por empreendedores provenientes do marketing ou com experiência gerencial, o que aumenta a capacidade dos empreendedores para interagir com estranhos, um aspecto da competência social (ZHANG, SOUITARIS *et al.*, 2008).

Outros autores acreditam que o próprio acúmulo de capital humano pode ajudar a construir o capital social nas empresas. Mais especificamente, a formação e a experiência profissional anterior podem não só contribuir para o que o empreendedor sabe, mas também pode contribuir em relação a quem ele conhece. Como resultado, as instituições acadêmicas e locais de trabalho são ambientes naturais em que a construção do capital humano pode contribuir para a construção do capital social (HSU, 2007).

Mais especificamente ainda, empreendedores de origem acadêmica, com experiência prévia na abertura de empresas, têm redes sociais mais amplas e são mais eficazes no desenvolvimento de conexões de rede. Empreendedores acadêmicos menos experientes encontram lacunas estruturais em suas redes de investigação científica e de mercado, que acabam por restringir o reconhecimento de uma oportunidade (MOSEY e WRIGHT, 2007). Independentemente do tipo de capital humano desenvolvido anteriormente, da experiência profissional ou da disciplina acadêmica, a experiência com a abertura de uma empresa parece ser essencial para aprender a construir relacionamentos com potenciais investidores.

As competências sociais podem ser aprendidas, e uma maneira de fazer isso é trabalhar em cargos de gerência ou marketing. A implicação clara, especialmente para cientistas e engenheiros que estão contemplando uma carreira empresarial, é que os empreendedores emergentes devem se aproveitar de todas as chances possíveis para obter

alguma experiência não técnica e gerencial antes de iniciar seus novos negócios (ZHANG, SOUTARIS *et al.*, 2008).

EMPREENDEDOR – Comunicação / Negociação

Normalmente, os investidores possuem menos informações sobre a capacidade do empreendedor e da viabilidade de seu plano de negócios do que o próprio empreendedor. Este fenômeno é chamado de assimetria de informação. Esta assimetria de informações impede que gestores de *venture capital* invistam grandes quantias de dinheiro em empresas nascentes (ZHANG, 2011). O fluxo de informações entre a empresa de *venture capital* e o empreendedor é um dos fatores mais importantes que afetam as negociações e o investimento em si. Várias abordagens alternativas, incluindo a assimetria de informação, teorias de “sinalização” – *signalling teory* em inglês – e de “agência”, têm sido usadas para compreender o papel da informação em concretizar a decisão de investimento (PINTADO, DE LEMA *et al.*, 2007).

Na Tabela 33 são apresentados os fatores, ligados a comunicação e negociação, encontrados na literatura do portfólio central.

Tabela 33 - Lista de fatores do subgrupo Comunicação / Negociação

Nº	Comunicação / Negociação	Citações
1	Sinalização	9
2	Preparo/Domínio do conteúdo durante apresentação do PN	2
3	Reputação da universidade de origem	2
4	Habilidades de comunicação	2
5	Empatia / Lógica Cognitiva	2
6	Poder de barganha	1

Fonte: Autor (2013)

Embora os empreendedores possam não estar cientes de quais sinais são importantes para os investidores e quais não são. Empreendedores transmitem uma série de pistas sobre o desempenho futuro de seus negócios, algumas conscientemente e outras inconscientemente. Eles não necessariamente sabem quais pistas ou sinais são mais relevantes, quer para o desempenho futuro do seu negócio, quer para os tomadores de decisão em si. Os gestores de *venture capital* selecionam algumas pistas e alguns sinais através de um filtro de vieses e heurísticas, e buscam mais informações sobre algumas pistas e sinais através de um processo de auditoria, chamado *due diligence* (LEVIE e GIMMO, 2008).

Um desses sinais, abordado anteriormente, é a manifestação afetiva da paixão dos empreendedores na apresentação de seus planos de negócios. Essa sinalização pode incluir tanto elementos verbais (como o uso de palavras que indicam seu estado emocional, tais como "Estou muito animado com a oportunidade que temos"), quanto não-verbais (como no uso de expressões faciais e linguagem corporal, como um sorriso) expressões (CHEN, YAO *et al.*, 2009).

EMPREENDEDOR – Time/Equipe

Para construir uma empresa, os seus fundadores precisam reunir um grupo de pessoas com vários tipos de conhecimento, ter acesso a capital e outros recursos, e atuar como gerentes para executar o plano de negócios (ZHANG, 2011). Inúmeros casos indicam que muitas das empresas bem sucedidas de hoje foram fundadas por equipes. Algumas evidências informais, como Microsoft e Apple, apóiam o crescente volume de dados empíricos. No entanto, os primeiros estudos amplamente negligenciavam as equipes empreendedoras como matéria de pesquisa, isso contribuiu para o mito do empreendedor solitário (HENNEKE e LÜTHJE, 2007).

Em geral, suspeita-se que as empresas cujas equipes de gestão possuem diversidade de experiências anteriores são mais propensas a ter sucesso do que as empresas com menor diversidade (BECKMAN, BURTON *et al.*, 2007). Nessa linha supõe-se que os processos de formação de equipe com base no mútuo conhecimento prévio devem, em média, diminuir os níveis de heterogeneidade da equipe, porque se espera que os critérios de relacionamentos anteriores sobreponham a necessidade de encontrar pessoas com diferentes formações educacionais. Em contrapartida, se o processo de formação da equipe é dominado por um investidor, que emprega um processo de recrutamento, existe uma maior probabilidade de que "lacunas" do conhecimento sejam preenchidas, a fim de montar uma equipe equilibrada funcionalmente (HENNEKE e LÜTHJE, 2007).

Franke, Gruber *et al.* (2008) comparam, como o conhecimento, entre si, dos membros da equipe afeta a percepção de gestores de *venture capital* com diferentes perfis. Os dois perfis de gestores da pesquisa divergem em relação a algumas preferências. A diferença mais marcante está na classificação de importância do fato da equipe empreendedora se conhecer previamente ou não. Para os gestores mais experientes essa é uma característica que está classificada entre os três principais fatores, enquanto os gestores iniciantes o classificam no penúltimo lugar.

E em relação à diversidade da equipe, o modelo Henneke e Lüthje (2007) revela que a heterogeneidade da equipe é um antecedente importante para a inovação de produto. Mas constataram que a maioria das equipes de fundadores é formada com base em relações pessoais e profissionais, e, portanto, tendem a ser bastante homogêneas em termos da formação educacional.

Os fatores de análise encontrados no portfólio central, ligados ao time ou equipe empreendedora, estão relacionados na Tabela 34.

Tabela 34 - Lista de fatores do subgrupo Time

Nº	Time / Equipe	Citações
1	Composição do time	8
2	Rotatividade	3
3	Trabalho em equipe	3
4	Tamanho do time	2
5	Perfil do CEO	2

Fonte: Autor (2013)

Um aspecto ligado à equipe, tratado de forma recorrente pela literatura é a rotatividade de pessoas. Petty e Gruber (2011), durante entrevistas exploratórias para seu estudo, ouviram de um gestor de *venture capital* francês que "a maioria das empresas do nosso portfólio terá três diretores presidentes, um para a fase inicial, um para a fase de crescimento e, em seguida, um que consiga vender a empresa". Alinhados com essa afirmação, Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) concluem que, enquanto os diferenciais competitivos, os ativos alienáveis, os clientes e concorrentes permanecem relativamente constantes, o capital humano das empresas muda de forma mais substancial. Na amostra de seu estudo, apenas 50% dos quatro principais executivos no momento da abertura de capital da empresa, eram altos executivos na concepção do plano de negócios.

As empresas apoiadas por fundos de *venture capital* são mais propensas a trocarem seus fundadores por executivos do mercado, e fazem isso de forma mais rápida. Curiosamente, no entanto, os fundadores permanecem muitas vezes com a empresa, mesmo após a transição da liderança. O efeito do *venture capital* é particularmente pronunciado nos estágios iniciais do desenvolvimento de uma empresa (HELLMANN e PURI, 2002). Para Beckman, Burton *et al.* (2007), existe um fator que tem correlação com o desenvolvimento da empresa. Nos resultados de sua pesquisa, a substituição dos fundadores por executivos experientes, com experiências funcionais variadas está

associada ao sucesso da empresa. Segundo os autores, essa descoberta aponta para a importância da análise do perfil das pessoas em fases diferentes do negócio.

EMPREENDEDOR – Demográficos

Quanto aos aspectos demográficos da equipe, dos fatores encontrados na literatura e apresentados na Tabela 35, escolheram-se dois fatores para apresentação de referências: idade e gênero. Em relação à idade dos empreendedores, Franke, Gruber *et al.* (2008) verificaram que tendo apenas membros jovens na equipe, com idades entre 25 e 35, as equipes conseguem a pior avaliação de todos os grupos de sua pesquisa. Segundo os autores, este resultado é consistente com evidências informais de gestores de *venture capital* que tiveram experiências negativas com "grupos de meninos" durante a explosão do e-commerce no começo do século XXI. O que surpreendeu os pesquisadores é que, tendo algumas pessoas mais seniores na equipe, além de jovens, o problema é resolvido apenas parcialmente. Um caso da amostra da pesquisa, que possuía uma equipe com membros de idades entre 25 e 45, foi muito pior nas avaliações do que uma equipe composta exclusivamente por empreendedores mais velhos com idades entre 35 e 45 anos.

Tabela 35 - Lista de fatores do subgrupo Demográficos

Nº	Demográficos	Citações
1	Gênero	7
2	Idade do empreendedor / equipe	3
3	Etnia	2

Fonte: Autor (2013)

Quanto ao gênero, curiosamente, o escopo de problema das pesquisas que tratam do tema está, na maioria das vezes, relacionado às empreendedoras mulheres. Segundo Becker-Blease e Sohl (2007), negócios construídos por mulheres são o grupo de empresas nascentes que mais cresce nos Estados Unidos. Contudo, resultados de suas pesquisas sugerem que o padrão de financiamento das empresas construídas por mulheres, na indústria de *venture capital*, reflete apenas uma pequena fração do investimento global, a mesma situação é encontrada no mercado de investimento anjo.

Becker-Blease e Sohl (2007) concluem que esse padrão é indicativo da baixa taxa com que as mulheres procuram financiamento de anjos. Apenas 8,9% de todas as propostas recebidas por fundos de

investimento participantes da pesquisa foram apresentadas por mulheres. De fato, no que diz respeito a taxas relativas, os autores não encontraram nenhuma diferença significativa entre as mulheres que são financiadas (13,33%), em comparação com homens (14,79%). Isso levanta uma questão importante para pesquisadores de *venture capital*, que a baixa taxa de mulheres que recebem financiamento de *venture capital* seria reflexo de uma baixa taxa de submissão.

No estudo de Harrison e Mason (2007) investidoras mulheres da amostra apresentaram uma probabilidade marginal de terem investido mais em empresas administradas por mulheres (37% o fizeram em comparação com 21% dos homens), mas a diferença não é estatisticamente significativa. Ambos os investidores, masculinos e femininos, afirmaram que gênero não é um de seus fatores de avaliação de investimento. A partir desta pesquisa exploratória, parece que, investidores anjo mulheres são ligeiramente mais propensas a investir em empresas construídas por mulheres, embora isso não seja porque estas profissionais levem o fator gênero em consideração na sua decisão de investimento.

É o que também concluíram Becker-Blease e Sohl (2007), que descobriram evidências sugerindo que as diferenças nas taxas de submissão do mercado de investimento anjo parecem, pelo menos em parte, ser direcionada pela homofilia. Ou seja, os empreendedores demonstram uma forte preferência em buscar financiamento anjo de investidores do mesmo sexo. No entanto, no que diz respeito à concessão de financiamento anjo, encontrou-se apenas evidências limitadas de homofilia no estudo.

Já em relação às performances dos investimentos, Harrison e Mason (2007) percebem que as diferenças são menos sutis. Na amostra de sua pesquisa, metade das saídas das investidoras mulheres resultou em perdas parciais ou totais, em comparação com 60% entre os homens. Na outra extremidade do espectro de retorno, 20% das saídas feitas por investidores homens alcançaram múltiplos de seis vezes ou mais em comparação a apenas 9% para as mulheres.

PRODUTO & SERVIÇO

Após a exploração das características humanas de uma empresa a ser analisada por um gestor de *venture capital*, inicia-se a apresentação de dois fatores ligados ao quesito Produto e Serviço nas referências, e destaque na Tabela 36: (i) as patentes de produto ou tecnologia; e (ii) a inovação contida nesse elemento do negócio.

Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) descobriram que os ativos não humanos de uma organização são constituídos muito cedo na vida de uma empresa. Linhas de negócio identificáveis e importantes ativos físicos, patentes de produtos ou tecnologias e propriedade intelectual são desenvolvidas nessas empresas no mesmo período do plano de negócios inicial. Estes ativos são relativamente estáveis e não mudam ou desaparecem como ativos de capital humano específico. Segundo os autores, as empresas com mais ativos permanentes no plano de negócios têm uma intensidade de rotatividade de pessoas substancialmente mais alta ao longo do tempo. Isto sugere que o capital humano específico é menos crítico após os ativos permanentes terem se desenvolvido.

Em relação, mais especificamente à inovação, as evidências das pesquisas Caselli, Gatti *et al.* (2009) mostram que inovação de produto ou tecnologia é um fator importante durante a fase de seleção, mas uma vez que o investimento é feito, a empresa não promove a inovação continuamente e concentra todos os esforços para melhorar outros aspectos econômicos e gerenciais. Os autores perceberam que antes do financiamento, as empresas apoiadas por fundo de *venture capital* da amostra registraram mais patentes do que as empresas não financiadas. Após o financiamento, elas registram menos patentes do que seus pares fizeram por ano, em média. Por outro lado, a entrada de *venture capital* parece estar ligada ao crescimento das empresas e das vendas em particular.

Uma possível interpretação desse resultado, sugerida pelos pesquisadores, é que os gestores de *venture capital*, na avaliação das empresas, tenderam a selecionar aquelas com maior potencial de crescimento, e, nesta situação, patentes, pesquisa e desenvolvimento (P&D) passado desempenham um papel fundamental. Uma vez que o financiamento é feito, os gestores de *venture capital* devem planejar a sua saída, já que suas escolhas visam à maximização do valor do negócio no futuro. Por esta razão, eles ajudam as empresas financiadas em marketing e vendas, ao invés de P&D ou inovação técnica e patenteável. O desenvolvimento de toda a empresa e, especialmente, da sua estrutura comercial, incentivada por recursos financeiros, assistência gerencial e conselheiros profissionais, aumentam as chances de explorar um maior número de canais de vendas.

Na Tabela 36, podem-se observar os fatores ligados ao conjunto Produto e Serviço, citados nas pesquisas do portfólio central.

Tabela 36 - Lista de fatores do grupo Produto / Serviço

Nº	PRODUTO / SERVIÇO	CITAÇÕES
1	Propriedade Intelectual	15
2	Inovação Tecnológica	8
3	Protótipo	7
4	Ineditismo do produto	6
5	Diferenciais do produto	5
6	Transferência de tecnologia	4
7	Inimitabilidade	2
8	Benefícios do produto	2
9	Tecnologia própria	2
10	Risco Tecnológico / Desenvolvimento	1
11	Proposta de valor única	1
12	Estágio de des. do produto	1
13	Ativos tecnológicos	1
14	Marca	1
15	Chance de originar uma família de produtos	1

Fonte: Autor (2013)

Guler (2007) discute a importância do número de patentes no sucesso da empresa. Ao contrário do que estudos anteriores sobre desempenhos de abertura de capital indicaram, em sua pesquisa, o número de patentes não se mostrou significativo na previsão de sucesso de uma empresa. Segundo o autor, talvez porque os dados incluem as indústrias que não são caracterizadas por intensa atividade de patenteamento.

Sob outro ponto de vista, Clarysse, Wright *et al.* (2007) investigaram a relação de patentes e financiamentos em empresas spin-offs. Seus resultados suportam a hipótese de que o fornecimento de capital público e do envolvimento de escritórios de registro de patentes no processo de criação de empresas leva a uma sobrevalorização da propriedade intelectual no início do negócio, o que se reflete na quantidade de capital com o qual essas empresas são fundadas. Os autores examinaram algumas relações usando uma amostra de 135 empresas spin-offs de cinco países europeus. Os resultados sugerem que as empresas spin-offs com transferência de tecnologia formal iniciam com uma quantidade maior de capital, mas, posteriormente, não conseguem levantar mais capital do que as empresas spin-offs sem transferência formal de tecnologia. Os autores deduzem que, por isso, uma empresa spin-off com essas características pode não ser capaz de atender às expectativas de retorno dos investidores.

FINANÇAS

Paul, Whittam *et al.* (2007) afirmam que uma das áreas do negócio onde ocorrem revisões de informações e planejamento mais comumente, após a entrada de um fundo de *venture capital* na sociedade, é a área de finanças.

De acordo com Fried e Hisrich (1994) o aspecto financeiro tem três componentes:

- Em primeiro lugar, o investimento deve proporcionar uma oportunidade de saída. Gestores de *venture capital* não esperam uma alta liquidez dos negócios que investem, mas desejam a probabilidade de algum tipo de saída durante um período de três a dez anos.
- Em segundo lugar, o investimento deve oferecer a possibilidade de uma alta taxa de retorno. Taxas internas de retorno esperadas estão na faixa de 30% a 70% ao ano.
- Por fim, a empresa deve oferecer a possibilidade de um alto retorno absoluto. Gestores de *venture capital* não estão dispostos a gastar tempo com pequenos investimentos que oferecem baixos retornos absolutos, mesmo que a taxa de retorno relativa seja alta.

Resultados da pesquisa de Pintado, De Lema *et al.* (2007) mostraram que grande parte das empresas de *venture capital* exige uma maior taxa de retorno sobre o investimento quando se trata de empresas em fases iniciais de desenvolvimento comparando-se com empresas em fases mais maduras. Além disso, os fatores de avaliação que afetam a taxa de retorno eram geralmente classificados como mais importante para empresas nascentes do que para as em estágio mais avançado.

Na Tabela 37 encontram-se os fatores encontrados dentro do grupo de Finanças.

Tabela 37 - Lista de fatores do grupo Financeiro

Nº	FINANÇAS	CITAÇÕES
1	Valoração da empresa	18
2	Taxa / Potencial de retorno	16
3	Projeções Financeiras	10
4	Saída / Venda da participação	10
5	Volume em captação/captado	7
6	Estrutura da operação de investimento	5
7	Potencial de faturamento	4
8	Aporte externo prévio	4
9	Período para retorno	3
10	Lucratividade	3
11	Subsídio Governamental	3
12	Modelagem Financeira	2
13	Governança Corporativa	2
14	Informações financeiras	2
15	Benefícios fiscais	1
16	Preço de commodities	1
17	Quantidade de rounds de investimento	1
18	Tempo para o ponto de equilíbrio	1
19	Alternativas de financiamento	1

Fonte: Autor (2013)

O processo de *valuation*, ou valoração de empresas, aparece como um dos fatores de análise mais freqüente na literatura. O *valuation* de empresas nascentes é importante para ambos, gestores de *venture capital* e empreendedores. Contudo, muitas vezes, é um ponto controverso na negociação de um investimento de *venture capital*. Para os empreendedores, o valor negociado pela empresa em uma rodada de investimento determina a quantidade de participação acionária que eles têm que ceder para certa quantidade de injeção de capital, o que impacta diretamente a estrutura de controle da empresa (CUMMING e DAI, 2011). Explorar-se-á mais o tema da valoração de empresas na sessão que trata do processo de negociação.

Pintado, De Lema *et al.* (2007) concluem que o método de avaliação mais utilizado pelos gestores da pesquisa é o fluxo de caixa descontado. Enquanto isso, Cumming e Dai (2011) pontuam que apesar da sua importância, os pesquisadores notaram uma escassez de trabalhos empíricos sobre os determinantes da valoração de empresas no setor de investimento privados fechados. Além disso, colocam que estudos anteriores geralmente se concentram sobre o impacto das características dos empreendedores, da empresa e das condições de mercado no processo de valoração. Mas sua pesquisa indica que a valoração de

empresas está positivamente correlacionada com outras medidas como tamanho do fundo e quantidade de investidores. Além disso, mostram que empresas negociadas por valores maiores não trazem retornos maiores a seus investidores.

Com relação ao planejamento financeiro, Goldfarb, Kirsch *et al.*(2007) enumeram uma série de modelos de receita, utilizados pelas empresas durante a época que antecedeu o famoso estouro da Bolha da Internet, a chamada “Era Dot Com”, os modelos mais comuns eram: taxa de serviço (62%), seguida pela publicidade (36%).

MERCADO-ALVO

Na Tabela 38 observam-se os fatores do mercado-alvo mais citados pela literatura do portfólio central.

Tabela 38 - Lista de fatores do grupo Mercado-alvo

Nº	MERCADO-ALVO	CITAÇÕES
1	Atratividade do mercado-alvo	12
2	Ambiente competitivo	11
3	Validação do cliente/mercado	11
4	Tamanho do mercado	8
5	Setor de atuação	7
6	Barreiras de entrada	4
7	Plano de entrada no mercado	4
8	Estrutura do setor	4
9	Especificidades da indústria	3
10	Idade da indústria	1
11	Volatilidade do mercado	1

Fonte: Autor (2013)

Encontraram-se poucos estudos explorando os aspectos mais específicos do mercado-alvo. Uma das razões pode estar nas conclusões de Kaplan, Sensoy *et al.*, (2009), que afirmam que, ao longo da sua jornada, as empresas, ao invés de mudarem seus negócios, normalmente mantêm ou ampliam suas ofertas dentro de seus segmentos iniciais de mercado, o que confere a este fator de análise uma influência estática e momentânea sobre a decisão. Segundo a pesquisa, as empresas vendem para clientes semelhantes e competem com concorrentes semelhantes, nas três fases do ciclo de vida examinadas pelo estudo. De acordo com os autores, isto sugere que a idéia, ou linha de negócio das empresas, é estruturada e fixada em um estágio inicial na vida de uma empresa.

PLANO E MODELO DE NEGÓCIOS

Macmillan, Siegel *et al.* (1986), percebendo a importância relevante do empreendedor, como fator crítico de decisão dos gestores de *venture capital*, questionaram por que tanta ênfase é dada no plano de negócios no processo decisório. Segundo os autores, em um plano de negócios, geralmente há poucas evidências que indiquem as características do empreendedor. O plano de negócios geralmente é dedicado a uma discussão detalhada sobre o produto e/ou o serviço, o mercado e a concorrência. Concluem, portanto, que as implicações são óbvias: esse conteúdo é necessário, mas não suficiente.

De acordo com Chen, Yao *et al.* (2009), a qualidade de um plano de negócios deve refletir a preparação cognitiva do empreendedor, ou seja, se ele ou ela estaria pronto para assumir o empreendimento caso os recursos fossem fornecidos. Neste sentido, o plano de negócios serve como um importante indicador do potencial de uma empresa de sucesso. Convergindo com as conclusões de Macmillan, Siegel *et al.* (1986), que indicam que o plano de negócios também deve mostrar que o "jôquei está apto para andar" - ou seja, indicar por todos os meios possíveis e que o empreendedor tem condições de administrar o negócio, tem um histórico, pode reagir bem ao risco, e tem familiaridade com o mercado-alvo. Caso contrário, ele ou ela deve ser capaz de reunir uma equipe que tem essas características e mostrar que ele ou ela é capaz de liderar essa equipe.

Outro estudo que aborda a relevância do plano de negócios é a pesquisa de Kirsch, Goldfarb *et al.* (2009). Os autores avaliaram importantes classes de sinais encontrados no processo de avaliação, dentre elas, a apresentação e o conteúdo dos documentos de planejamento do negócio. Concluiu-se que a presença de documentos de planejamento, a inclusão do plano de negócios em si, junto a outras informações, está fracamente associada com as decisões de investimento de *venture capital*. Com base em inferências, deduziu-se que tais informações são aprendidas independentemente da sua inclusão nos documentos de planejamento de negócios. As informações críticas são absorvidas através de canais alternativos. Descobriu-se então que nem a presença de documentos de planejamento de negócios, nem o seu conteúdo desempenham um bom papel comunicativo para gestores de *venture capital*.

Chen, Yao *et al.* (2009), que também tratam da apresentação do plano de negócios para os tomadores de decisão, sugerem que a preparação demonstrada pelo empreendedor é uma das pistas mais evidentes e relevantes, considerada por gestores de *venture capital*, para julgar se um plano de negócios vale à pena ou não ser financiado, e que

a paixão percebida no contato com o empreendedor é um construto que os pesquisadores precisam estudar de forma mais sistemática.

Os resultados e referências indicam, portanto, que o plano de negócios interpreta, na melhor das hipóteses, um papel cerimonial singelo e não informa adequadamente os tomadores de decisão. Sendo assim, conclui-se que os documentos de planejamento não desempenham um papel muito importante na triagem de oportunidade para gestores de *venture capital* (KIRSCH, GOLDFARB *et al.*, 2009).

Na Tabela 39, observam-se a frequência de citações dos fatores de análise classificados no grupo de plano e modelo de negócios. Nota-se que a alta frequência de citação de alguns fatores, bem como a diversidade desses fatores, no mínimo, apóiam a criação de um grupo de fatores isolado dos demais.

Tabela 39 - Lista de fatores do grupo Plano e Modelo de Negócios

Nº	PLANO E MODELO DE NEGÓCIOS	CITAÇÕES
1	Riscos associados	16
2	Estágio de desenvolvimento da empresa	10
3	Vantagens Competitivas	6
4	Qualidade do Plano de Negócios	5
5	Spin-Out de Universidade	5
6	Ativos não humanos	3
7	Parceiros estratégicos	3
8	Viabilidade de execução	3
9	Canais de distribuição	2
10	Estratégia de Marketing	2
11	Modelo de Negócios	2
12	Raridade da oportunidade	1
13	Atratividade da oportunidade	1
14	Metodologia de medição de desempenho	1
15	Missão Social	1
16	Orientação estratégica	1
17	Aliança societária com parceiro estratégico	1
18	Investimento em P&D	1
19	Investimento em Marketing	1
20	Gestão de Operações	1
21	Estrutura societária	1
22	Empreendimento Social	1
23	Empresas Familiares	1

Fonte: Autor (2013)

Aparecendo de forma modesta na literatura sobre o processo decisório de empresas de *venture capital*, o Modelo de Negócios é um

conceito emergente segundo Osterwalder (2004), e de acordo com sua definição, engloba os aspectos mais estruturais do planejamento e posicionamento empresarial. O conceito de acordo com o autor:

Um modelo de negócio é uma ferramenta conceitual que contém um conjunto de elementos e seus relacionamentos e permite expressar a lógica com que uma empresa ganha dinheiro. É uma descrição do valor que uma empresa oferece a um ou vários segmentos de clientes e da arquitetura da empresa e sua rede de parceiros para a criação, comercialização e distribuição deste valor financeiro e de relacionamento, a fim de gerar fluxos de receitas sustentáveis e lucrativas (OSTERWALDER, 2004).

De acordo com Osterwalder (2004), os modelos de negócios foram percebidos como uma ferramenta para criar uma linguagem comum que melhora a comunicação e compreensão das questões fundamentais de uma empresa. Sugere adotar uma estrutura que enfatiza as quatro áreas que um modelo de negócio deve conter:

- **PRODUTOS:** O negócio no qual a empresa está inserida, os produtos e as propostas de valor oferecidas ao mercado.
- **INTERFACE COM O CLIENTE:** Quem são os clientes-alvo da empresa, como ela lhes oferece produtos e serviços, e como ela constrói um relacionamento forte com eles.
- **GESTÃO DE INFRA-ESTRUTURA:** Como a empresa executa as questões de infra-estrutura e logística, com quem, como e que tipo de empresa parceira.
- **ASPECTOS FINANCEIROS:** Qual é o modelo de receita, a estrutura de custos e sustentabilidade do modelo de negócio.

ECOSSISTEMA EMPREENDEDOR / ECONÔMICO

Ao observar as razões da rejeição de oportunidades de negócio ao longo do tempo, não se deve ignorar o potencial impacto do ambiente macroeconômico sobre as decisões de gestores de *venture capital* (GOMPERS e LERNER, 2004). A constatação de que fundos norte-americanos fazem mais investimentos em empresas nascentes e em maior proporção, mesmo depois de controlar os efeitos de concentração nos estados da Califórnia e Massachusetts, não deveria ser uma surpresa. Este é um resultado que se atribui ao maior desenvolvimento da indústria de *venture capital* nos EUA e sua estreita associação com fontes de inovações científicas e tecnológicas de ponta, tanto de

universidades de classe mundial e laboratórios de pesquisa corporativos (DIMOV e MURRAY, 2008).

Muitas regiões já perceberam que o acesso ao capital é um requisito importante para o estabelecimento e crescimento das empresas e, portanto, têm se esforçado para criação de políticas que assegurem uma oferta adequada de *venture capital* (CHRISTENSEN, 2007). Nesta perspectiva, o que é diferente sobre o Vale do Silício, região líder no recebimento de recursos de *venture capital*, é o seu sistema complexo, completo e robusto de inovação, apoiado pelas redes dos agentes econômicos interdependentes, nas quais as empresas de *venture capital* têm uma função específica. Estas empresas, em parte, utilizam seus recursos financeiros para pagar os serviços de advogados, consultorias, relações públicas e de recrutamento. A imersão dos empreendedores nessa densa rede é um fator determinante para o sucesso das suas empresas (FERRARY e GRANOVETTER, 2009).

O apetite de investidores é diretamente proporcional ao volume de casos de sucesso da indústria de *venture capital* americanas ao longo das décadas, como exemplos: DEC, Compaq, Apple, Amgen, Netscape, eBay, Google, etc. De acordo com a ligação entre experiência e investimento em empresas nascentes, a ocorrência de tantos sucessos excepcionais tem sido um campo fértil para a aprendizagem e, assim, aprimorando ainda mais a expertise relacionada a essa prática de investimento. Esta consistência, não replicada fora os EUA, também fez seus investidores institucionais mais tolerantes às falhas de escolhas de investimento, inevitáveis e frequentes dos gestores de fundos (DIMOV e MURRAY, 2008).

Em contraste com os fundos norte-americanos, os fundos localizados na Europa são mais tímidos tanto em termos de proporção e quantidade de investimentos em empresas nascentes. Isso reforça a idéia de que o ambiente de investimento na Europa é menos propício para as fases iniciais do processo empreendedor. Talvez os fatores que permitem este tipo de investimento nos EUA ainda estejam ausentes ou subdesenvolvidos na Europa, dada a relativa imaturidade da indústria de *venture capital* européia (DIMOV e MURRAY, 2008).

A interdependência dos agentes econômicos para o desenvolvimento dessa maturidade é notável. Além do financiamento de empresas nascentes, as empresas de *venture capital* selecionam os projetos mais promissores da região, sinalizando as melhores oportunidades de negócios para a comunidade empresarial, em paralelo, acumulam e difundem o conhecimento empresarial nas redes locais e incluem os agentes interdependentes da rede. As empresas de *venture*

capital dependem dos outros agentes dessa complexa rede de inovação e vice-versa. Devido a esta interdependência sistêmica, a ausência, ou a presença de apenas um tipo de agente, pode enfraquecer ou reforçar o sistema inteiro (FERRARY e GRANOVETTER, 2009).

Na Tabela 40 observam-se os fatores relacionados ao Ecosistema, que foram encontrados no portfólio central.

Tabela 40 - Lista de fatores do grupo Ecosistema Empreendedor e Econômico

Nº	ECOSSISTEMA EMPREENDEDOR / ECONÔMICO	CITAÇÕES
1	Localização	8
2	Proximidade geográfica do gestor de VC	7
3	Macro-Economia	6
4	Atratividade local	6
5	Nível da atividade empreendedora local	6
6	Clusters / Redes locais	4
7	Ambiente regulatório/legal	4
8	Ambiente político	1
9	Custos Trabalhistas	1
10	Cultura empreendedora local	1
11	Estágio de desenvolvimento econômico local	1
12	Programas de preparação para captação de investidores	1
13	Consultores / Mentores para captação de recursos	1
14	Profissionais da Informação sobre Negócios	1
15	Venture Capital Marketplaces	1
16	Meios de comunicação a distância	1
17	Qtde de empreendedores disputando recursos	1

Fonte: Autor (2013)

Para aprofundar a discussão sobre o Ecosistema, apresentam-se algumas referências sobre a influência da localização da empresa-alvo no processo decisório.

De acordo com Groh e Von Liechtenstein (2009), o ranking dos determinantes de alocação de recursos em outros países é seguido por fatores que capturam o tamanho e a liquidez dos mercados de capitais públicos e privados, e do ambiente das finanças profissionais. Os investidores contam com as habilidades de seus agentes e buscam por profissionais qualificados de investimento, instituições de apoio e gestores empresariais para realizar tais investimentos. Mais especificamente, Groh e Von Liechtenstein (2009) descobriram que a Governança Corporativa e a adoção de mecanismos de proteção dos direitos dos investidores é o fator mais importante para os investidores institucionais no processo de alocação de ativos internacionais.

Fritsch e Schilder (2008), com base em uma pesquisa com gestores de *venture capital* na Alemanha, levantaram sérias dúvidas sobre a importância da proximidade geográfica no processo de análise de empresas de *venture capital*, especialmente em comparação com outros tipos de financiadores. A pesquisa mostra que a distância geográfica não importa, mas o seu papel é em grande parte superestimado na literatura.

Em contrapartida, Cumming e Dai (2010), em uma pesquisa no mercado norte-americano, chegam a conclusão gestores de *venture capital* apresentam um viés local mais forte quando ele atua como a empresa líder de um consórcio de co-investidores e quando ele está investindo sozinho. Provando que a distância realmente importa na escolha de uma oportunidade de investimento de *venture capital*. Os autores concluíram, a partir de resultados empíricos, que a distância é um fator importante, que afeta a decisão de investimento à medida que aumenta a assimetria de informação e os custos de monitoramento. Mais precisamente, na amostra da pesquisa, cerca de 50% das novas empresas estavam localizadas dentro de um raio de 375 quilômetros a partir das sedes das gestoras de *venture capital*, das quais receberam investimento.

Fritsch e Schilder (2008) vão além e dividem sua análise por tipo de investidor, chegando aos seguintes resultados: bancos, empresas de *venture capital* subsidiárias de bancos, empresas públicas de *venture capital* e investidores anjo, todos estes, têm mais de 75% dos seus investimentos dentro de uma distância de 100 km, ao passo que, empresas de *venture capital* independentes, na amostra da pesquisa, tiveram menos de 30% dos seus investimentos localizados no mesmo raio de distância, espalhando seus investimentos em toda a Alemanha e no exterior.

O aumento da assimetria de informação e dos custos de monitoramento, levantados por Cumming e Dai (2010), muitas vezes implicam na adoção de estratégias para mitigação desses tipos de problema. Nesse sentido, Fritsch e Schilder (2008) apresentam alternativas. Segundo estes autores os gestores de *venture capital* poderiam adotar duas estratégias para superar os problemas de distância: (i) uso intensivo de meios modernos de telecomunicação, que poderiam tornar muitos dos contatos pessoais obsoletos; e (ii) formação de consórcios entre empresas de *venture capital* realizando co-investimentos. Contudo, a pesquisa conclui que os meios de telecomunicação não substituem os contatos pessoais e acabam não sendo utilizados como um meio para superar as desvantagens da distância geográfica.

5.1.2. Fatores ligados aos gestores de recursos

Os resultados da pesquisa de Dimov, Shepherd *et al.* (2007) sugerem que as escolhas de investimento são fortemente influenciadas pelo tipo de conhecimento possuído pelos gestores de *venture capital*. Além disso, a relação entre experiência versus escolha é moderada pela posição social da empresa de *venture capital*, ou seja, sua dinâmica muda com sua reputação e com seu status.

Além dos quatro principais conjuntos de fatores de análise relatados na literatura, encontraram-se também dois conjuntos de fatores que, apesar de pouco intuitivos por natureza, têm sido amplamente negligenciadas em pesquisas anteriores sobre a tomada de decisão de empresas de *venture capital*: a composição da carteira e a equipe de gestão da empresa de *venture capital* (PETTY e GRUBER, 2011).

Nesta pesquisa foram identificados grupos de fatores, ligados diretamente aos gestores de *venture capital*, que fazem parte ou influenciam no processo decisório. Como é possível observar na Tabela 41 esses grupos de fatores dizem respeito ao tipo e origem do investidor, às características dos gestores e também às fases do ciclo do *venture capital*.

Tabela 41 - Grupos de fatores ligados aos gestores de *venture capital*

FATORES LIGADOS AOS GESTORES DE VC	CITAÇÕES
CATEGORIAS DE INVESTIDORES	21
CARACTERÍSTICAS DOS GESTORES	38
CAPTAÇÃO DE RECURSOS	2
TESE DE INVESTIMENTO & ORIGINAÇÃO	38
AVALIAÇÃO	24
NEGOCIAÇÃO	13
INVESTIMENTO	23
MONITORAMENTO & DESEMPENHO	28

Fonte: Autor (2013)

Mais especificamente sobre a equipe de gestão, os resultados da pesquisa de Parhankangas e Hellström (2007) mostram que a experiência baliza a percepção de risco e o grau de risco da carteira de investimentos. Os pesquisadores descobriram que, na presença de percepções mais evidentes de riscos de mercado e de conflitos de interesse, em parte decorrentes da sua experiência, os investidores parecem estar dispostos a assumir mais riscos. Segundo os autores, este resultado pode ser atribuído ao excesso de confiança, a ilusão do

controle, ou a dimensão especulativa de risco presente nas configurações empresariais.

Já em relação ao processo de investimento, análises de entrevistas com os investidores anjo realizadas por Paul, Whittam *et al.* (2007), sugerem que o processo de investimento anjo pode ser representado em cinco etapas: familiarização, seleção, negociação, gestão e retorno. O modelo destaca esta fase intensamente iterativa do processo de investimento em que a capacidade de validar os dados qualitativos e quantitativos é fundamental para progredir de um estágio para outro.

Segundo Tykvova (2007), as características típicas dos investimentos realizados por empresas de *venture capital* são: (i) mapeamento intensivo e o processo de avaliação antes da realização de um investimento em uma nova empresa; (ii) envolvimento ativo dos gestores de *venture capital* nas empresas do portfólio; (iii) divisão das injeções de capital; (iv) utilização de mecanismos de financiamento especiais, tais como dívidas conversíveis ou ações preferenciais conversíveis; (v) consórcio entre empresas de *venture capital*; e (vi) horizonte de investimento limitado. Trataremos alguns destes aspectos nas sessões seguintes.

De acordo com Parhankangas e Hellström (2007) algumas destas características como investimento em consórcios, busca de informações, monitoramento e uso de ações preferenciais, são estratégias dinâmicas de redução de riscos. O que leva os autores a acreditar que não só os gestores de *venture capital* são tomadores de risco pró-ativos e responsáveis, que se protegem de eventuais perdas por meio de uma cuidadosa aplicação de estratégias de redução de riscos, mas também que suas respostas aos riscos podem se assemelhar mais ao comportamento dos empreendedores do que de gestores de recursos comuns.

Além disso, é possível especular que a aplicação contínua de estratégias de redução de riscos gera conhecimento, ajudando o gestor de *venture capital* a perceber o risco como um fator positivo carteiras de empresas nascentes, uma vez que estratégias com essa finalidade são testadas ao longo dos anos, ampliadas pela experiência (PARHANKANGAS e HELLSTRÖM, 2007).

CATEGORIAS DE INVESTIDORES

No decorrer da revisão de conteúdo, percebeu-se uma clara distinção entre os tipos de investidores de *venture capital*. Na sessão seguinte, algumas de suas características são discutidas. Mas pode-se citar que uma das diferenças mais marcantes entre os tipos de

investidores é em relação à proporção de investimentos em estágio inicial no seu portfólio. Empresas que estão nas fases iniciais do seu desenvolvimento tecnológico e organizacional podem exigir um acompanhamento intensivo, impactando na decisão de investimento. A proporção de investimentos em empresas nascentes pode representar mais de 90% para os Investidores Anjo, cerca de 70% para as empresas independentes de *venture capital*, e em torno de 50% para bancos e empresas de *venture capital* ligadas a bancos. A menor proporção de investimentos em fases iniciais, menos de 30%, é encontrada em fundos de *venture capital* públicos (FRITSCH e SCHILDER, 2008).

Na Tabela 42 é possível observar as categorias encontradas na literatura e a quantidade de estudos que abordaram, de forma explícita, cada uma delas no seu escopo de pesquisa. Observa-se também uma subdivisão, institucionais e individuais, conforme referências a seguir.

Tabela 42 - Categorias de investidores

CATEGORIAS DE INVESTIDORES	CITAÇÕES
Investidores institucionais	15
Privados	8
Corporativos	3
Públicos / Governamentais	3
Bancos	2
Sociais	1
Cativo X Independente	1
Investidores individuais	12
Investidores Anjo	6
Redes / Portais de Investidores Anjo	5
Investidores informais	3

Fonte: Autor (2013)

CATEGORIAS DE INVESTIDORES – Investidores Institucionais

Destaca-se nesta sessão, três tipos de investidores institucionais, os quais foram alvo de estudos específicos, trazendo algumas referências encontradas.

Empresas de *Venture capital* Corporativo – Muitas empresas utilizam o *venture capital* corporativo como alternativa para o processo de inovação. Corporações estabelecidas que se baseavam em laboratórios de pesquisa para geração de novas idéias de produtos durante a maior parte do século passado começaram a explorar alternativas, incluindo *joint ventures*, aquisições e projetos de cooperação com universidades. Gestores e pesquisadores perceberam que, devido a dificuldades de gestão, tinham um aproveitamento

limitado do valor suas instalações de pesquisa. Muitas das melhores idéias não eram utilizadas ou eram comercializadas em novas empresas fundadas por ex-funcionários. Uma série de empresas de tecnologia de rápido crescimento, como a Cisco Systems, se utiliza da estratégia de aquisição de outras empresas, ao invés de esforços internos de pesquisa, para a maior parte de suas novas idéias, isso deixa claro que o *venture capital* corporativo pode ser uma alternativa a um processo interno e centralizado de pesquisa e desenvolvimento, mostrando-se inclusive uma prática superior (GOMPERS e LERNER, 2001).

Empresas de *Venture capital* Social – Gestores de *venture capital* social surgiram para proporcionar uma nova fonte de financiamento para empreendedores sociais. Argumenta-se que atributos específicos de empreendimentos sociais, tais como missão social, a paixão de um empresário pela mudança social, e a rede comunitária são fatores de avaliação crítica, utilizados por gestores de *venture capital* social para avaliar empreendimentos sociais. Também afirma-se que os gestores de *venture capital* social equilibram os atributos já citados com preocupações mais empresariais e comerciais, tais como experiência profissional, geração de receita, capacidade de inovação, avaliação de desempenho e prestígio educacional. Enquanto todos os fatores foram influenciadores significativos à decisão, aparentemente esses gestores confiam mais em fatores ligados ao setor empresarial em sua tomada de decisão (MILLER e WESLEY, 2010).

Empresas de *Venture capital* Público – Uma das justificativas para o apoio a programas de financiamento público para empresas nascentes é que o investimento público inicial cria incentivos para o acompanhamento do investimento privado. Enumeram-se quatro razões. Em primeiro lugar, o investimento público resolve algumas das incertezas técnicas e de mercado. Em segundo lugar, para os projetos que se sustentam, o investimento público aumenta diretamente o valor da oportunidade de investimento. Em terceiro lugar, na medida em que os investimentos públicos e privados são complementares, os investidores de rodadas posteriores aumentam seus retornos, alavancando seus financiamentos a partir do investimento público inicial. E em quarto lugar, o investimento público pode acelerar o processo de comercialização (TOOLE e TURVEY, 2009).

CATEGORIAS DE INVESTIDORES – Investidores Individuais

Gestores de *venture capital* informais, ou investidores anjo, são indivíduos que procuram investir uma parte de sua fortuna pessoal em troca, normalmente, de uma participação acionária minoritária em um

empreendimento investimentos (WRIGHT e ROBBIE, 2003). Este tipo de investidor ganhou importância no financiamento de empresas nascentes e emergentes. Resultados mostram que, o papel que o investidor informal de *venture capital* assume, depende da sua disponibilidade de recursos financeiros e de capital humano, bem como dos fatores relacionados com a vontade de fornecê-los (AVDEITCHIKOVA, 2008).

Para confiar em um empreendedor investido que vá gerenciar o risco de mercado, o investidor informal deve desenvolver habilidades para lidar com os problemas da seleção. Na ausência dessas habilidades os investidores anjo podem não investir, apesar de mapear e analisar um grande volume de potenciais investimentos (WRIGHT e ROBBIE, 2003).

Em comparação com evidências sobre os investidores no mercado formal, descobriu-se que investidores anjo dão mais peso aos fatores mais subjetivos. A principal diferença é a forma na qual o modelo de anjos enfatiza a importância das primeiras atividades do processo de investimento. Na fase de familiarização, o impacto causado pelo empreendedor no investidor anjo no primeiro encontro, é um fator chave para determinar se o processo vai continuar ou não (PAUL, WHITTAM *et al.*, 2007).

CARACTERÍSTICAS DOS GESTORES

A experiência dos gestores *venture capital* é fundamental para o sucesso dos seus investimentos. Os resultados históricos de uma organização gestora são um bom sinalizador sobre o potencial de retorno futuro para os investidores e o valor adicionado aos empreendimentos por ele investidos (ABDI, 2011). O tempo de atuação no mercado de gestores de *venture capital* garante que ao longo dos anos eles acumulem um vasto conhecimento sobre a criação e desenvolvimento de empresas de tecnologia. Gestores seniores de *venture capital*, possivelmente, já chegaram a avaliar milhares de projetos, financiaram e acompanharam dezenas de empresas nascentes e emergentes. Eles têm um profundo conhecimento sobre indústrias específicas, tecnologias, leis e gestão (FERRARY e GRANOVETTER, 2009). Uma das diferenças entre gestores mais e menos experientes é que gestores de *venture capital* iniciantes tendem a se concentrar nas qualificações dos membros individuais da equipe, enquanto gestores de *venture capital* experientes se concentram mais na coesão da equipe (FRANKE, GRUBER *et al.*, 2008).

Uma pesquisa, sobre o efeito da experiência empresarial dos gestores de *venture capital*, demonstra sua associação com uma preferência em investimentos em estágios iniciais de desenvolvimento. O estudo enfatiza que ter experiência empresarial não só impacta as políticas de decisão de empreendedores, mas também as decisões dos investidores (PATZELT, KNYPHAUSEN-AUFSESS *et al.*, 2009). Mais especificamente, Dimov, Shepherd *et al.* (2007) descobriram que, enquanto a experiência em finanças está associada a uma menor proporção de investimentos em estágio inicial, esta relação é mais fraca para as empresas com grande reputação e mais forte para as empresas com alto status.

A reputação e o status são analisados de forma mais densa por Dimov, Shepherd *et al.* (2007). Os autores colocam que a reputação de uma empresa é constituída com base em seu desempenho passado, ao passo que o seu status é a consequência de seu padrão de relações sociais e da qualidade de sua rede de parceiros. Apesar da aparente semelhança dos construtos de reputação e status, como representações de como a empresa é percebida por atores externos, o estudo separa os seus diferentes conceitos. Tanto a reputação quanto o status moderam o relacionamento entre a decisão de investir e a experiência em finanças, mas de maneiras opostas. O status amplia esta relação: para as empresas de *venture capital* de maior status, maiores conhecimentos sobre finanças induzem a uma rejeição maior de investimentos em estágios iniciais. Curiosamente, a reputação parece ter o efeito oposto: a relação negativa entre a experiência em finanças e investimentos em estágios iniciais é mais forte para as empresas com menor reputação do que para as empresas com maior reputação.

Em relação à formação educacional, um estudo de Patzelt, Knyphausen-Aufsess *et al.* (2009) avaliou dados sobre equipes de gestão e estratégias de portfólio de 136 empresas de *venture capital* européias, e revelou que as empresas de *venture capital* com maiores proporções de membros com educação ligada às áreas de ciência e engenharia, e experiência empresarial são mais propensas a investir em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento. Ou seja, gestores de *venture capital* com este tipo de educação podem preferir empresas em estágio inicial, porque seus empreendedores, provavelmente, são cientistas ou engenheiros que tiveram uma carreira como professores universitários e não em empresas mais maduras

No mesmo estudo, Patzelt, Knyphausen-Aufsess *et al.* (2009) chegam à conclusão de que, equipes de gestão de empresas de *venture capital* com mais educação na área de gestão diversificam mais as suas

carteiras em todos os setores. Além disso, quanto mais experiência internacional os membros dessas organizações possuem, maior a amplitude geográfica dos seus investimentos.

Na Tabela 43, podem-se observar os fatores específicos dos gestores de *venture capital*, citados pelo portfólio central, que influenciam o processo decisório, nas suas duas divisões: (i) fatores humanos e (ii) não humanos.

Tabela 43 - Características dos gestores de recursos

Nº	CARACTERÍSTICAS DOS GESTORES	CITAÇÕES
1	Humanas	31
1.1	Experiência dos gestores	15
1.2	Rede de contatos	10
1.3	Capital Humano	9
1.4	Perfil pessoal e profissional do investidor / equipe gestora	4
1.5	Gênero	4
1.6	Conhecimento da indústria da empresa-alvo	3
1.7	Habilidade de mapear e gerar oportunidades	1
2	Não Humanas	17
2.1	Reputação	7
2.2	Localização da gestora	4
2.3	Status	3
2.4	Tempo de existência da gestora	3
2.5	Quantidade de profissionais gestores	3
2.6	Tempo de existência do fundo	3

Fonte: Autor (2013)

Alguns estudos analisaram algumas questões mais objetivas em relação à equipe de gestão da empresa de *venture capital*. Para as empresas de *venture capital* independentes, as empresas de *venture capital* ligadas a bancos, e os investidores anjo, o número médio de empresas por gerente é cerca de quatro. O número de empresas por gerente é consideravelmente maior para as empresas de *venture capital* público (mais de quinze investimentos por gerente). O maior número de empresas do portfólio por gerente, em média 100 investimentos, encontra-se para os bancos que são, na verdade, financiadores de crédito (FRITSCH e SCHILDER, 2008). Um estudo de Guler (2007) mostra que o número de profissionais em uma empresa de *venture capital* não aumenta significativamente a probabilidade de sucesso. Os resultados sugerem que as maiores empresas de *venture capital* podem não necessariamente desfrutar de maiores taxas de sucesso, mas podem ser negativamente afetadas pelo aumento da complexidade das políticas

intra-organizacional. Fritsch e Schilder (2008) também investigaram as consequências do número de profissionais de uma empresa de *venture capital* no sucesso de seus investimentos. Segundo a pesquisa, a proporção de empresas investidas por gestor de investimento é importante porque quanto mais empresas um gerente tem que manter, menos tempo ele pode gastar em cada uma dessas empresas, assim, a importância da proximidade espacial, pode ser relativamente alta.

Como estamos vendo, o perfil do gestor de *venture capital* tem impactos significativos no processo decisório. Uma dessas consequências é o fenômeno da homofilia. Fortes evidências de homofilia são encontradas na busca de capital de anjo. Empreendedoras mulheres são mais propensas a apresentar a sua proposta a uma associação composta desproporcionalmente por mais mulheres anjo e empreendedores homens são mais propensos a apresentarem suas propostas para associações compostas desproporcionalmente por mais homens anjo (BECKER-BLEASE e SOHL, 2007). A propensão à homofilia é intensificada em um ambiente incerto. Portanto, os agentes de uma complexa rede de inovação, especialmente os de alto status, são mais propensos a criar laços com empresas nascentes que já tenham sido capazes de se conectar com as empresas de *venture capital* de alto status (FERRARY e GRANOVETTER, 2009).

CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Um grande número de artigos sobre a indústria de *venture capital* tem sido escritos nos últimos 20 anos. A maioria deles diz respeito à relação entre empreendedores e gestores de *venture capital*. Contudo as interações entre os investidores e os gestores de *venture capital*, e o processo de captação de recursos e estruturação das parcerias, foram analisados apenas esporadicamente (TYKVOVA, 2007). Como confirmado na Tabela 44, que apresenta as ocorrências do portfólio central.

Tabela 44 - Lista de fatores do grupo Captação de Recursos

Nº	CAPTAÇÃO DE RECURSOS	CITAÇÕES
1	Captação de recursos	1
2	Investidores com direito de interferência	1

Fonte: Autor (2013)

Uma organização de *venture capital* costuma levantar um fundo a cada dois a cinco anos (GOMPERS e LERNER, 2004). Vale ressaltar que o acesso a fundos de *venture capital* é muito restrito. Regulamentos

restringem esse acesso para a maioria dos indivíduos, exigindo certa sofisticação, volume mínimo de patrimônio e comprovações de rendimentos bem além da capacidade de uma família de classe média. Além disso, as empresas de *venture capital*, conscientes das exigências que uma sociedade limitada não deve ter muitos investidores, normalmente estabelecem níveis mínimos de investimento na casa dos milhões ou dezenas de milhões de dólares (GOMPERS e LERNER, 2001).

Na indústria de *venture capital*, a ocorrência de problemas de conflito de interesses é muito incomum. Existe, intrinsecamente, um alto grau de assimetria de informação entre os gestores de *venture capital*, que desempenham um papel ativo nas empresas do portfólio, e os seus investidores, em outras palavras, seus clientes, que não podem monitorar as variáveis de cada investimento individualmente, como o fazem os anteriores (SAHLMAN, 1990).

TESE DE INVESTIMENTO E ORIGINAÇÃO

Os gestores de *venture capital* encontram novas oportunidades de investimento e parecem adicioná-los ao seu portfólio a uma taxa de duas empresas por pessoa por ano (GORMAN e SAHLMAN, 1989). Na amostra da pesquisa de Guler (2007) uma rodada de investimento foi seguida por outra rodada subsequente ou saída dentro de 482 dias para 75 por cento dos investimentos. Contando que gestores de *venture capital* fazem vários investimentos dentro de uma carteira, eles também devem tomar decisões entre investimentos, escolher efetivamente a composição da sua carteira. Assim, as decisões de investimento devem ser feitas levando em consideração tanto às características das empresas em análise e da estratégia do fundo em si, quanto às características das empresas que já estão na carteira, considerando todo o escopo do cenário que essas decisões criam (KNILL, 2009).

Descobriu-se que diversos fatores podem impactar no desenvolvimento da tese de investimento e conseqüentemente nas decisões de financiamento como: a idade do investidor, a época da realização dos investimentos e a localização do fundo, todos são importantes nesta atividade de investimento desafiadora e cada vez mais especializada (DIMOV e MURRAY, 2008). Em contrapartida, Guler (2007), conclui que fatores específicos da empresa de *venture capital* ou do fundo administrado por ela, como a proximidade geográfica, a experiência anterior de um dos gestores de *venture capital* na indústria da empresa em análise, ou o estágio de desenvolvimento preferido, não

afetam de forma significativa o risco de sucesso ou término de um determinado portfólio.

Se o gestor de *venture capital* adota uma estratégia com escopo mais estreito, ele é chamado de "investidor especialista". Se o escopo da estratégia do gestor de *venture capital* e/ou de seus fundos é de natureza heterogênea, o gestor é denominado um "investidor generalista" e desenvolve uma estratégia de diversificação (KNILL, 2009). Enquanto a teoria financeira tradicional prescreve que investimentos diversificados reduzem riscos, as características dos investimentos em *venture capital* implicam que a redução do risco pode ser alcançada através da especialização em algumas áreas de investimento. A escolha é entre o acúmulo de competências no que diz respeito às especificidades da indústria, ou o desenvolvimento de competências necessárias para a avaliação e monitoramento das empresas do portfólio, no contexto local em que a empresa está inserida (CHRISTENSEN, 2007).

Gestores de *venture capital* podem diversificar de várias maneiras: (i) geograficamente (nacional e internacionalmente); (ii) por estágios de desenvolvimento; e (iii) setor de atuação. Os custos potenciais da diversificação baseiam-se na natureza limitada de recursos: (i) o tempo e (ii) a experiência da equipe de gestão do fundo. Dependendo da extensão dos custos e benefícios, o gestor de *venture capital* adota uma estratégia generalista ou especialista (KNILL, 2009). Enquanto a especialização em determinada indústria pode agregar competências relacionadas com as características técnicas dos produtos e do mercado, a especialização geográfica gera outros tipos de competências, tais como acesso a redes locais e a capacidade de interpretar informações no ambiente de negócios local (CHRISTENSEN, 2007).

Embora os gestores de *venture capital* se beneficiem de uma estratégia de diversificação, no que diz respeito ao seu crescimento, o tempo para realizar seus investimentos é prejudicado por tal estratégia. A diversificação industrial é a forma mais prejudicial de diversificação. A diversificação de estágios de desenvolvimento é a segunda forma mais prejudicial de diversificação. As dimensões de diversificação que poderiam minar o papel da experiência na relação do empreendedor com o gestor de *venture capital* são as mais prejudiciais para empresas nascentes (KNILL, 2009). Em relação à diversificação pela divisão de estágios de desenvolvimento das empresas alvo, descobriu-se que a intensidade com que essa especialização por estágios é aplicada, está associada com retornos de investimento negativos (KROHMER, LAUTERBACH *et al.*, 2009).

Na Tabela 45, encontram-se todos os fatores ligados a tese de investimento e a originação de negócios, encontrados na literatura do portfólio central, bem como sua frequência de ocorrências.

Tabela 45 - Lista de fatores do grupo Tese de Investimento & Originação

Nº	TESE DE INVESTIMENTO & ORIGINAÇÃO	CITAÇÕES
1	Estratégia de Portfólio	20
2	Estágio das empresas-alvo	12
3	Quantidade de empresas investidas	8
4	Montante investido	6
5	Tamanho do fundo	5
6	Quantidade de rounds de investimento	4
7	Gestão de Risco	4
8	Principal fonte de oportunidades de investimento	2
9	Referências / Recomendações	2
10	Motivações para investir	1

Fonte: Autor (2013)

O estágio de desenvolvimento da empresa analisada é um dos fatores mais freqüentes nas pesquisas do portfólio central. Considerando um investidor diante de uma escolha entre duas empresas. Se as empresas possuísssem características observadas idênticas, a escolha dependeria inteiramente de fatores não observados, e a probabilidade dos investidores preferirem um ao outro seria de 50%. Se uma dessas empresas está num estágio mais maduro e a outra em estágio mais inicial de desenvolvimento, estudos prevêem que a probabilidade dos investidores preferirem a empresa mais madura é de 54,7%. Um leve aumento na probabilidade de 4,7% (SORENSEN, 2007). Mais especificamente, constatou-se que empresas de *venture capital* privadas investem mais durante os estágios de desenvolvimento mais maduros, enquanto as empresas de *venture capital* públicas investem mais durante os estágios iniciais (PINTADO, DE LEMA *et al.*, 2007).

Estratégias de mitigação de riscos fazem parte da tese de investimento de um fundo de investimento de *venture capital*. Uma das estratégias mais utilizadas é a formação de consórcios junto à co-investidores. Além disso, uma pesquisa desenvolvida por Hochberg, Ljungqvist *et al.* (2010) traz resultados consistentes com a hipótese de que o trabalho em rede entre gestores de *venture capital* reduz a entrada de outros gestores. Primeiro, descobriu-se que há menos entrada de outras empresas de *venture capital* nos mercados em que seus agentes estão mais conectados em rede uns com os outros, como evidenciado por seus padrões de co-investimentos do passado. Em um segundo teste,

sobre os determinantes da decisão de entrada de uma empresa de *venture capital* individual, que ainda não participa da rede estabelecida, redes fortes entre os agentes no mercado-alvo reduzem a probabilidade da decisão de entrada. Outra consequência da concorrência entre gestores de *venture capital* é analisada por Christensen (2007). Gestores de *venture capital* procuram amplamente por oportunidades de investimento nos primeiros estágios de desenvolvimento no surgimento da indústria de *venture capital* em determinada região, mas quando a concorrência aumenta, eles tendem a limitar-se a investimentos em uma distância geográfica mais curta.

Investimentos de *venture capital* feitos fora do país de origem da gestora e os consórcios de co-investimento surgiram como fenômenos importantes durante os últimos anos na indústria de *venture capital*. Com isso, os investidores locais, muitas vezes entram no empreendimento primeiro, seguidos de investidores estrangeiros em rodadas posteriores. Desta forma, o capital social internacional do investidor local facilita a formação de consórcios transnacionais (MAKELA e MAULA, 2008).

A maior parte dos gestores de *venture capital* entrevistados no estudo de Fritsch e Schilder (2008) afirma que um conjunto limitado de oportunidades de investimento promissoras se configura como uma das principais razões para a busca de empresas fora da região. Junto a disso, os autores indicam que o principal gargalo para a ocorrência de um investimento de *venture capital* na Alemanha, país alvo de sua amostragem, não é a ausência de fornecedores de *venture capital*, mas o número limitado de projetos promissoras.

Cumming e Dai (2010), investigando mais profundamente a questão da proximidade geográfica, descobriram que gestores de *venture capital* consistentemente apresentam um viés local, significativo ao longo do período de sua amostra. Segundo os autores, vários fatores parecem contribuir para o viés local, em investimentos de *venture capital*, incluindo a reputação da empresa de *venture capital*, a rede a qual pertence, a distribuição dos estágios das empresas alvo, especialização na indústria, as atividades de co-investimento, e o fato de ser ou não o investidor líder numa operação. Especificamente, descobriu-se:

- ✓ Empresas de *venture capital* com maior reputação, em geral, apresentam menos o viés local;
- ✓ Empresas de *venture capital* com redes mais amplas e diversificadas geograficamente apresentam menor viés local

- ✓ A distribuição do estágio das empresas alvo e a especialização em indústrias de tecnologia aumentam o viés local;
- ✓ Para empresas de *venture capital* com a mesma reputação, rede, distribuição do estágio das empresas alvo e especialização em determinada indústria, sendo o investidor líder ou o único investido, ambos os fatores aumentam significativamente o viés local.

Uma outra variável que faz parte da estrutura da tese de investimento é o tamanho do fundo e de seu portfólio. Fulghieri e Sevilir (2009), ao analisar a estratégia de investimento de portfólio de um gestor de *venture capital*, mostraram que o tamanho e o escopo da carteira de investimentos afetam os incentivos de execução tanto dos empreendedores quanto dos gestores de um fundo de investimento. Um pequeno portfólio melhora os incentivos aos empreendedores, pois permite que o gestor do fundo concentre seu capital humano, limitado, em um número menor de empresas, agregando mais valor. Já uma carteira grande e focada é benéfica porque permite que o gestor do fundo realoque recursos e capital humano, no caso de fracassos e permite maiores retornos por parte dos empreendedores (FULGHIERI e SEVILIR, 2009). Os resultados de Cumming e Dai (2011) também sugerem que, para gestores, "maior" nem sempre é melhor. Fundos de *venture capital* podem perder certa eficiência, devido a pouca atenção dada às empresas quando o tamanho do fundo aumenta. Para os empreendedores, os grandes fundos de *venture capital* podem proporcionar volumes de investimentos maiores e aceitar preços mais altos, no entanto, como um trade-off, eles potencialmente recebem menos atenção das empresas de *venture capital*.

Quando analisado sob a ótica dos investimentos alvo, o tamanho da carteira está positivamente associado com a probabilidade e a escala dos investimentos em empresas em estágios iniciais. Quando o tamanho do fundo é caracterizado pelo volume de capital investido, encontra-se uma forte relação negativa para todas as medidas de investimentos em estágios iniciais, quantidade de empresas e volume de recursos investidos (DIMOV e MURRAY, 2008).

Fulghieri e Sevilir (2009), também mostram que o gestor de fundos de *venture capital* prefere limitar o tamanho do portfólio quando as empresas apresentam maior retorno potencial. O gestor de *venture capital* expande o tamanho do seu portfólio apenas quando os fundamentos das empresas têm qualidade moderada e quando ele pode formar uma carteira suficientemente focada. Por fim, ainda em relação

ao tamanho do fundo administrado, Dimov e Murray (2008) alertam que, para as empresas de *venture capital* maiores, é importante possuir uma infra-estrutura que permita a tomada de muitas decisões de investimento e a estruturação da governança nas empresas em estágio inicial. Segundo os autores, a atividade de investimento em estágios iniciais ainda é feita por empresas líderes da indústria de *venture capital*, pois é uma fonte valiosa de inteligência de mercado para investidores que procuram, de forma proativa, identificar e investir em novas tecnologias. Assim, enquanto a diversificação pode reduzir o risco da carteira, aumenta simultaneamente os custos de governança.

AVALIAÇÃO

Gestores de *venture capital* desempenham o papel de revisão das oportunidades de investimentos apresentadas (GOMPERS e LERNER, 2004). Os resultados de um estudo de Hall e Hofer (1993) sugerem que gestores de *venture capital* mapeiam e analisam propostas de investimento muito rapidamente: os participantes da amostra da pesquisa chegaram a uma decisão de SIM /NÃO em uma média de menos de seis minutos na triagem inicial e menos de 21 minutos na avaliação da proposta de investimento.

A etapa de avaliação do processo de investimento compreende duas atividades principais, aprender sobre a oportunidade e conhecer o empreendedor. Nesta fase inicial do processo a maioria dos investidores anjos prefere ler um plano de negócios resumido, de duas a três páginas, embora alguns queiram ver uma versão mais detalhada. A avaliação da oportunidade começa imediatamente com a identificação das principais considerações sobre o setor (PAUL, WHITTAM *et al.*, 2007).

Uma organização de *venture capital* típica recebe algumas dezenas de planos de negócios para cada um dos negócios que financia. Embora a maioria das propostas seja rapidamente descartada, candidatos reais são amplamente analisados através de estudos formais sobre tecnologia e estratégia de mercado e da avaliação informal da equipe de gestão. Não é incomum para uma empresa de *venture capital* realizar 100 ou mais contatos de referência antes de decidir investir em uma empresa. A decisão final de investir é frequentemente condicionada à identificação de um parceiro para co-investimento que também concorde que o investimento seja atraente (GOMPERS e LERNER, 2004).

De acordo com Guler (2007), as decisões de investimento são uma das principais atividades das empresas de *venture capital*, e, portanto, os seus resultados dependem menos de uma má gestão ou da falta de atenção na tomada de decisão. Apesar disso, Zacharakis e

Meyer (1998) sugerem que estes gestores contam com a intuição como mecanismo de suporte a decisão. Através de uma série de entrevistas com gestores de *venture capital*, uma pesquisa concluiu que gestores de *venture capital* dependiam de seus "instintos" para investir em novas oportunidades de negócio (HISRICH e JANKOWICZ, 1990 *apud* CHEN, YAO *et al.*, 2009).

No entanto, o estudo de Zacharakis e Meyer (1998) sugere que a formalização da intuição dos gestores de *venture capital* pode ajudá-los a melhorar suas decisões, pois permite ações corretivas. Um método simples de formalizar a intuição é usar uma lista de verificação, ou sistemas de pontuação, para medir fatores-chave de empresas em análise. Os autores afirmam que, se os gestores de *venture capital* não tiverem uma forte compreensão do seu processo de decisão, eles não podem melhorá-lo de forma sistemática.

Outro aspecto freqüente e humano no processo de mapeamento e avaliação são as recomendações de terceiros. Resultados de uma pesquisa de Batjargal (2007) revelam que a ligação entre: (i) um gestor de *venture capital* e uma pessoa que recomenda um negócio; (ii) o empreendedor e a pessoa que o recomenda; e (iii) a confiança interpessoal entre quem recomenda e o gestor de *venture capital*, têm efeitos positivos sobre as decisões de investimento de *venture capital*. Considera-se que as pessoas que recomendam reduzem os custos de pesquisa e identificação dos gestores de fundos.

A confiança interpessoal entre terceiros e investidores têm impactos positivos sobre a decisão de investimento. Confiança faz a diferença porque os gestores de *venture capital* valorizam opiniões dessas pessoas sobre a capacidade empreendedora da equipe, tecnologia e potencial de crescimento da empresa. Os efeitos dos laços de confiança interpessoal no processo de decisão de investimento parecem ser universais, independente de país ou contexto específico, porque os fatores do setor têm efeitos dominantes nessas variáveis de resultado (BATJARGAL, 2007).

Para a etapa de avaliação, os fatores citados pela literatura estão listados na Tabela 46.

Tabela 46 - Lista de fatores do grupo Avaliação

Nº	AVALIAÇÃO	CITAÇÕES
1	Empatia / Intuição / Confiança	12
2	Sinalização	7
3	Percepção de Risco	5
4	Comunicação / Linguagem Figurada	1
5	Metodologia/Processo de avaliação	1
6	Influência do investidor na decisão do gestor	1
7	Confiança prévia no potencial do mercado	1
8	Confiança prévia na eficácia da tecnologia	1
9	Efeito Manada	1
10	Propensão a investir em inovações tecnológicas radicais	1
11	<i>Due Diligence</i>	1

Fonte: Autor (2013)

Como já visto anteriormente, Chen, Yao *et al.* (2009) abordam o lado interpessoal do processo de decisão do *venture capital*, ou seja, o processo dinâmico de julgamento com base nas percepções dos empreendedores e suas equipes. Já vimos que a paixão tem um papel importante nas decisões de investimento em empreendimentos que se capitalizam em inovação e criatividade. Contudo, segundo estes autores, a literatura sobre empreendedorismo trata pouco sobre como a paixão do empreendedor influencia o processo decisório do *venture capital*, como ocorre no contexto de apresentações do plano de negócios. Eles ainda ressaltam que, embora seja amplamente reconhecido na imprensa popular e nos círculos de empreendedorismo que a presença de paixão é essencial na aquisição de recursos para novos empreendimentos, há pouca pesquisa empírica demonstrando o fenômeno ou explorando suas bases teóricas.

Paul, Whittam *et al.* (2007) sugerem que, no mercado de investimento informal, a ênfase aos fatores mais subjetivos, é ainda maior. Isto pode, em grande parte, ser atribuído ao fato de nos estágios iniciais do desenvolvimento de uma empresa, os ativos são muitas vezes intangíveis e baseados no conhecimento, além disso, as evidências de desempenho comercial são limitadas.

Chen, Yao *et al.* (2009) perceberam que gestores de *venture capital* tendem a concentrar suas percepções em como um empreendedor está preparado como uma forma de "sentir" a paixão do empreendedor pelo seu empreendimento. No entanto, seus resultados sugerem que a preparação percebida pode ser o "elo perdido" entre um conjunto de fatores objetivos que um gestor de *venture capital* pode ou não usar em suas decisões de investimento.

Quanto à avaliação da equipe em geral e do negócio em si, Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) apresentam percepções interessantes. Resultados de sua pesquisa indicam que as empresas que abrem seu capital raramente mudam ou dão um salto enorme na sua idéia ou linha de negócio inicial. Um negócio inicialmente forte, portanto, pode não ser suficiente, mas parece ser necessário para uma empresa de sucesso. De acordo com os autores, é comum para as empresas substituírem seus fundadores e gestores iniciais e ainda serem capaz de abrir seu capital, sugerindo que gestores de *venture capital* são consistentemente capazes de encontrar substitutos de gestão ou ações de melhorias para bons negócios. Por fim, a pesquisa apresenta uma recomendação, de que o gestor de *venture capital* deve gastar mais tempo avaliando uma empresa do que na sua gestão.

NEGOCIAÇÃO

Em relação à fase de negociação, percebeu-se que a avaliação dos riscos é fator-chave, tanto para determinação do valor da empresa, quanto para construção dos contratos de investimento. A Tabela 47 apresenta os elementos ligados a esta etapa, encontrados na literatura. Percebeu-se que o poder de barganha das duas partes, gestores de *venture capital* e empreendedores, é o moderador a negociação, influenciando a tangibilização dos riscos, tanto na percepção de valor da empresa, quanto na definição das condições dos contratos de investimento.

De acordo com Cumming e Dai (2011), uma diferença significativa entre a valoração de empresas de capital fechado e aberto é que o valor da empresa de capital fechado é, em grande medida, determinada por meio da negociação entre os gestores de recursos e os empreendedores, dada a falta de um mecanismo de precificação eficiente (um mercado de negociação líquido) no mercado de *venture capital*. Verifica-se que quando confrontados com várias ofertas, as empresas rotineiramente rejeitam o investidor com a melhor oferta financeira em favor de um investidor que agrega mais valor de outras formas (HSU; 2004, apud SORENSEN, 2007).

Além da qualidade do risco e das condições de mercado, o poder de negociação de ambos os lados, gestores de *venture capital* e empreendedores, e as atividades de agregação de valor esperadas de um gestor de *venture capital*, certamente desempenham um papel importante na determinação do valor da empresa (CUMMING e DAI, 2011). Considerando que as empresas aceitam mais o financiamento dos melhores gestores de *venture capital*, estes profissionais têm melhores

investimentos para escolher. Evidências informais sugerem que gestores de *venture capital* consideram este acesso, a um fluxo de negócios mais qualificado, como uma vantagem competitiva distinta. Essa classificação de oportunidades implica que, os investimentos feitos por gestores de *venture capital*, mais experientes, têm um melhor desempenho porque as próprias empresas são inerentemente melhores, não porque estes gestores aumentam o valor dessas empresas (SORENSEN, 2007).

Hochberg, Ljungqvist *et al.* (2010) examinaram se as empresas de *venture capital* nos Estados Unidos se dedicam a práticas que aumentam seu poder de barganha sobre os empreendedores, restringindo a entrada de outros gestores de *venture capital* nos mercados de *venture capital* locais, como o Vale do Silício, na Califórnia, e a Rota 128 em Massachusetts. Os resultados são consistentes com a hipótese de que os agentes se dedicam em reduzir a entrada de novos gestores se beneficiando de tal prática mediante do pagamento de preços mais baixos por seus investimentos. Além disso, Hochberg, Ljungqvist *et al.* (2010) também trazem evidências que sugerem que empresas de *venture capital* reagem estrategicamente a um aumento da ameaça de entrada novas empresas, de forma que quando um parceiro de co-investimento faz negócios com um concorrente potencial em outros lugares, a empresa o exclui de seus negócios por alguns anos.

Tabela 47 - Lista de fatores do grupo Negociação

Nº	NEGOCIAÇÃO	CITAÇÕES
1	Processo de Negociação	4
2	Conflitos de Interesse	4
3	Contratos de Investimento	3
4	Poder de barganha	2
5	Direitos sobre decisões	2
6	Proteção legal para o investidor	2

Fonte: Autor (2013)

Vale ressaltar que os resultados da pesquisa de Cumming e Dai (2011) suportam a noção de que existe uma deseconomia de escala na indústria do *venture capital*, ou seja, fundos maiores pagam preços maiores pela empresas investidas. Segundo os autores, isso se deve, parcialmente, às restrições de quantidade e qualidade do capital humano disponíveis, quando o tamanho do fundo cresce.

Já em relação ao universo de investidores individuais, quando o empreendedor já estabeleceu seu negócio e fez um investimento de

tempo e dinheiro, isso proporciona ao investidor anjo um valor aproximado para o qual o valor da empresa poderia ser atrelado mais facilmente. Não obstante, verifica-se que os investidores anjo muitas vezes abordam a questão da valoração de forma intuitiva, com muitos indivíduos não conseguindo descrever um processo formal (PAUL, WHITTAM *et al.*, 2007).

Apesar das diferenças, todos os investidores têm a expectativa de retornos. Em teoria, a taxa de retorno exigida de um investimento direto em empresas reflete: (i) a taxa de juro livre de risco da economia; (ii) o risco sistemático do ativo em particular; (iii) o prêmio de risco de mercado para este ativo; (iv) a liquidez do ativo; e (v) a compensação do valor adicionado pela empresa de *venture capital* (incluindo o acesso privilegiado a outros recursos) (SAHLMAN, 1990).

Como já visto anteriormente, Pintado, De Lema *et al.* (2007) concluem que o método de avaliação mais utilizado pelos gestores da pesquisa é o fluxo de caixa descontado. Um dos elementos dessa técnica de valoração de empresas, que norteia a negociação, é a taxa de desconto. Sahlman (1990) faz um alerta em relação a esse ponto, que usar taxas de desconto muito elevadas pode ter o efeito indesejado de direcionar os empreendedores mais competentes a buscar fontes alternativas de capital, deixando para os investidores de *venture capital* apenas aqueles sem outras opções de financiamento.

Quando se trata de contratos feitos entre um empreendedor e um gestor de *venture capital*, tais acordos podem antecipar todos os possíveis desacordos ou conflitos dessa relação (SAHLMAN, 1990). Nessa linha, as avaliações de risco sugerem que os problemas de agência são importantes para a concepção de contratos de *venture capital* (KAPLAN e STRÖMBERG, 2005).

É possível classificar os riscos e relacioná-los com a atribuição de (i) direitos ao fluxo de caixa; (ii) contingências; (iii) direitos de controle; e (iv) direitos de liquidação entre o fundo de *venture capital* e empreendedores. Os resultados sugerem que os riscos são importantes para a concepção e acompanhamento do contrato, mas que o compartilhamento de risco não. Maior controle do gestor de *venture capital* está associado ao aumento da intervenção na gestão, enquanto maiores incentivos estão associados com o aumento do apoio e da agregação de valor (KAPLAN e STRÖMBERG, 2005).

Em geral, os direitos de conselho de administração, os direitos de voto e os direitos de liquidação são alocados de tal forma que se a empresa desempenha mal, a empresa de *venture capital* pode obter controle total. Em contrapartida, com um desempenho melhor, o

empreendedor obtém mais direitos de controle. Se a empresa desempenha muito bem, os gestores de *venture capital* mantêm seus direitos de fluxo de caixa, mas abandonam a maior parte de seu controle e direitos de liquidação (KAPLAN e STRÖMBERG, 2003).

Adicionalmente, é comum que os gestores de *venture capital* incluam provisões de não concorrência e de ações, o que torna mais caro para o empreendedor deixar a empresa, assim, mitigam o potencial problema de permanência entre o empreendedor e o investidor (KAPLAN e STRÖMBERG, 2003).

INVESTIMENTO

Como também visto na sessão anterior, uma vez que o gestor de *venture capital* decidiu investir numa oportunidade de investimento, o negócio será consumado somente se a empresa de *venture capital* e o empreendedor forem capazes de estruturar um acordo de investimento de *venture capital* mutuamente aceitável (TYEBJEE e BRUNO, 1984).

A governança corporativa é uma preocupação fundamental dos investidores. Se os indivíduos conhecessem todos os resultados futuros possíveis, os contratos seriam capazes de resolver qualquer conflito potencial. Mas tal conhecimento não existe, e os gestores de *venture capital* devem minimizar estes riscos. Por isso desenvolvem-se mecanismos em contratos financeiros entre os gestores de *venture capital* e empreendedores, responsáveis diretamente pelos conflitos potenciais e pelas informações privadas relacionadas com projetos de alto risco (GOMPERS, 2012).

Muitas vezes esses investimentos, e, portanto, os próprios acordos e operações de investimento, são feitos junto com parceiros, ou seja, outras empresas de *venture capital*. De acordo com os números da pesquisa de Fritsch e Schilder (2008), as razões mais importantes para a formação de um consórcio de investidores são: (i) uma grande necessidade de investimento; (ii) compartilhamento de riscos; (iii) a experiência de um parceiro específico; e (iv) o acesso à rede de contatos do parceiro. Segundo a pesquisa, a proximidade espacial da oportunidade de investimento desempenha um papel importante no comportamento da formação de um consórcio de investidores, mas que não é o motivo dominante.

Guler (2007) mostra que o coeficiente de correlação para o número de co-investidores de um consórcio e o seu desempenho é negativo e significativo, apoiando a hipótese explorada na pesquisa, de que grandes consórcios não usufruem de grandes taxas de sucesso e sofrem dificuldades no término de um investimento.

Na Tabela 48, os fatores ligados a operação de investimento que influenciam o processo decisório, e que foram encontrados na literatura, são apresentados.

Tabela 48 - Lista de fatores do grupo Investimento

Nº	INVESTIMENTO	CITAÇÕES
1	Co-investimento	14
2	Competição entre gestoras	6
3	Investimento internacional	5
4	Momento ideal para realização da operação	3

Fonte: Autor (2013)

Assim como outros fatores, os diferentes tipos de gestores de recursos apresentam um comportamento distinto de formação de consórcios. Em média, as empresas de *venture capital* e investidores anjo fazem co-investimentos em 77% e 70% dos casos, respectivamente. As empresas públicas de *venture capital* e as subsidiárias de bancos co-investem em menos de dois terços de seus projetos. A menor taxa de co-investimento é encontrada entre os bancos que têm um ou mais co-investidores em apenas um terço dos seus investimentos. O número total médio de parceiros de co-investimento ao longo de toda a carteira varia ainda mais. As empresas de *venture capital* cooperam, em média, com 14,5 parceiros, enquanto que os investidores anjo e os bancos com cerca de cinco parceiros em média. Subsidiárias de bancos e as empresas públicas de *venture capital* público ficam entre estes valores, com uma média de cerca de dez parceiros ao longo de todo o portfólio (FRITSCH e SCHILDER, 2008).

Quanto ao valor dedicado às operações de investimento, Guler (2007) conclui que o valor investido pelo gestor de *venture capital* diminui significativamente a probabilidade de fracasso da empresa investida, mas em contrapartida não aumenta de forma significativa a probabilidade de sucesso. Além disso, um estudo de Sahlman (1990), analisando grandes casos de sucesso, ou seja, que retornam mais de 10 vezes o capital investido, mostra que 19 dos 20 casos ocorreram dentro das primeiras cinco rodadas de investimento, sugerindo uma forte correlação inversa entre o número de rodadas e o sucesso. Guler (2007) ainda afirma que, em seu estudo, a probabilidade de sucesso diminuiu com o número de rodadas de investimento. Em suma, para o autor, parece que as empresas de *venture capital* teriam mais sucesso investindo em menos rodadas em cada empresa. Este resultado seria surpreendente, pois sugere que as empresas de *venture capital* não

ajustam suas práticas de investimento para refletir uma mudança nos retornos esperados.

MONITORAMENTO E DESEMPENHO

Nesta sessão discutiremos alguns aspectos que devem ser observados tanto na escolha do empreendedor por parte do gestor de *venture capital*, como na escolha da empresa de *venture capital* pelo empreendedor, que estão relacionados ao acompanhamento e desempenho das empresas investidas. Os fatores citados pela literatura e ligados a esta etapa encontram-se na Tabela 49.

Uma vez que o negócio foi consumado, o papel do gestor de *venture capital* deixa de ser apenas o de investidor, passando para colaborador. Esta nova função pode acontecer através de uma representação formal no conselho de administração ou via influência informal no mercado, com fornecedores e redes de negócio. A intensidade do envolvimento nas operações difere de um gestor de *venture capital* para outro. A maioria concorda que essa contribuição não seja exercida através do controle sobre as operações do dia-a-dia da empresa investida. Podendo o gestor de *venture capital* intervir caso ocorra uma crise financeira ou de gestão (TYEBJEE e BRUNO, 1984).

Gorman e Sahlman (1989) solicitaram que gestores de *venture capital* indicassem quais serviços, de uma relação pré-determinada, eles prestavam para cada uma de suas empresas, e em caso afirmativo, informassem a frequência, para que então os serviços prestados fossem classificados em ordem de importância. A partir desses resultados, aparentemente, os gestores de *venture capital* fornecem três serviços essenciais, além do recurso financeiro em si: (i) a construção do grupo de investidores (32 de 44 entrevistados que indicaram que ajudar a levantar mais dinheiro classificou este serviço de primeira ou segunda em importância); (ii) revisão e suporte na formulação da estratégia de negócios; e (iii) a montagem da equipe de gestão. Estes serviços exigem que um gestor de *venture capital* permaneça em frequente contato com as empresas do portfólio, porém não de maneira constante. O desempenho da empresa é monitorado regularmente, e quando mais recursos são necessários, ou quando há uma lacuna na equipe de gestão, o envolvimento do gestor de *venture capital* aumenta. Sahlman (1990) defende que todas essas atividades são planejadas para aumentar a probabilidade de sucesso e melhorar o retorno sobre o investimento. Elas também protegem os interesses do gestor de *venture capital* e melhoram a assimetria de informação.

Mais especificamente, Paul, Whittam *et al.* (2007) verificaram que, na fase de gestão da empresa, investidores anjo tipicamente esperam assumir um papel que lhes permita contribuir não só estrategicamente, mas também operacionalmente, interagindo com o empreendedor continuamente. Segundo os autores, uma relação bem-sucedida entre um investidor anjo e um empreendedor sustenta o processo de investimento informal e é, por sua vez, facilitada por uma boa correspondência entre as habilidades e experiência que um investidor pode oferecer e as necessidades do negócio.

O último papel dos gestores de *venture capital* está na gestão da sua saída desses investimentos. Tipicamente as empresas de *venture capital* procuram abrir o capital das empresas mais bem sucedidas em suas carteiras. Enquanto uma fração relativamente modesta (historicamente, entre 20% e 35%) de empresas da carteira tem seu capital aberto, ela representa a maior parte dos retornos desse tipo de fundo. Mesmo entre as empresas que abrem seu capital, muitas vezes, um pequeno número de empresas representa a maior parte dos retornos, a distribuição é muito assimétrica. Outras empresas, menos bem sucedidas, são liquidadas, vendidas a compradores corporativos, ou então se mantêm operacionais em um nível moderado de atividade (GOMPERS e LERNER, 2004). O fato de tantos investimentos oferecerem pouco ou nenhum retorno, leva a avaliação precisa das perspectivas de cada oportunidade de investimento e o encerramento dos investimentos em negócios mal sucedidos a se tornarem atividades chave para o desempenho global da carteira (GULER, 2007).

Tabela 49 - Lista de fatores do grupo Monitoramento e Desempenho

Nº	MONITORAMENTO & DESEMPENHO	CITAÇÕES
1	Performance	10
2	Práticas de agregação de valor	9
3	Saída	8
4	Cooperação entre gestores	2
5	Capacidade de exercer controle por influência	1

Fonte: Autor (2013)

Questões que envolvem a saída ou a realização do investimento de *venture capital* têm relação direta com a época e a natureza de tais ações. A saída pode acontecer via abertura de capital, venda total ou parcial para terceiros, venda secundária ou liquidação, com uma variação considerável no período médio de investimento em um projeto de *venture capital* (WRIGHT e ROBBIE, 2003). Investidores anjo,

quando questionado sobre suas intenções ao cabo do investimento, não têm preferência clara sobre como isso deve ser feito, estimando-se que deveria ser mais provável através de uma aquisição, do que por uma oferta pública de ações ou recompra pelos fundadores (PAUL, WHITTAM *et al.*, 2007).

Na pesquisa desenvolvida por Sorensen (2007), aparentemente, as empresas investidas por investidores experientes são mais propensas a abrir capital. O grupo com o mínimo de investidores experientes na amostra apresentou a menor taxa abertura de capital (19,6%). A maior taxa de abertura de capital (46,2%) foi obtida pelo grupo de investidores com mais experiência. A abertura de capital, aparentemente, é a alternativa de saída que melhor remunera os investidores. No conjunto de dados de Guler (2007), a média de retorno sobre o investimento foi de 1.608% para aberturas de capital (87 casos) e 446% para aquisições (52 casos).

Um dos fatores que tem correlação com o desempenho da empresa, e conseqüentemente com resultado do investimento, é a proximidade com o investidor. Makela e Maula (2008) concluem que um investidor local de alta qualidade deve possuir conhecimentos sobre o mercado local e uma rede de contatos densa nas proximidades da empresa. Cumming e Dai (2010) descobriram que a distância geográfica, em particular, à distância do consórcio de investidores, tem implicação importante nas liquidações de empresas investidas. Especificamente, as empresas locais são mais propensas a sair com sucesso via abertura de capital ou aquisição, sugerindo benefícios para empresas que estejam próximas aos gestores de *venture capital*, possivelmente devido à menor assimetria de informação e um acompanhamento rigoroso. De acordo com Makela e Maula (2008), a importância do acompanhamento de um gestor de *venture capital* local, e de investidores fornecendo serviços de valor agregado, é reduzida nos casos em que a administração da empresa possui experiência empresarial substancial.

5.2. MODELO CONCEITUAL DO PROCESSO DE ANÁLISE DE OPORTUNIDADES

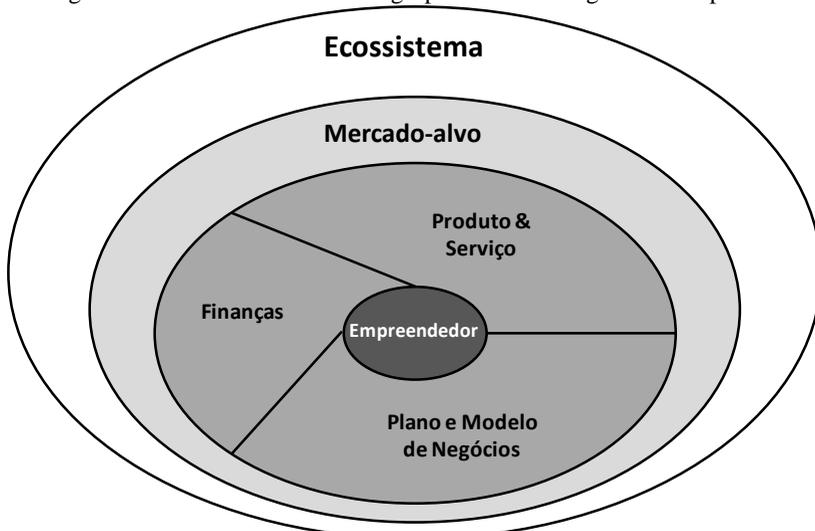
Finalizando o capítulo cinco, buscou-se, de forma ilustrativa, criar representações visuais que resumissem os fatores de análise do processo de seleção de oportunidades de investimento de gestores de fundos de *venture capital*, ligados tanto às empresas quanto aos próprios gestores. As representações foram desenvolvidas com o objetivo de

reproduzir um pouco da dinâmica da relação entre os componentes do modelo.

5.2.1. Fatores ligados às empresas

O modelo que representa os fatores do processo de análise ligado às empresas tem o Empreendedor no seu centro, como mostra a Figura 2. O empreendedor é a peça chave do processo. Dele surge a iniciativa de criar um novo negócio e desenvolver seus elementos: Produto e / ou Serviço, Plano e Modelo de Negócio e as Finanças. Ele assim o faz visando a exploração de uma oportunidade num Mercado-alvo, sendo submetido às condições ambientais do Ecosistema no qual está inserido.

Figura 2 - Modelo conceitual dos grupos de fatores ligados às empresas



Fonte: Autor (2013)

Fica evidente na literatura que, apesar de muitas vezes terem pesos diferentes, nenhum dos grupos de fatores analisados é dispensável no processo de seleção de oportunidades de investimento. A seguir, apresentaremos algumas reflexões que podem auxiliar na aplicação do modelo conceitual dos fatores de análise relacionado às empresas-alvo.

EMPREENDEADOR

Em destaque neste grupo, destaca-se o capital humano, como o subgrupo de fatores mais citados pela literatura, com 122 citações (57,3%) de um total de 213. Dentro deste mesmo grupo, observa-se a predominância de fatores relacionados à experiência do empreendedor, com um total de 74 citações. Utilizando a mesma analogia das corridas de cavalo de Macmillan, Siegel *et al.*, (1986), entende-se que para um gestor de *venture capital* reconhecer o empreendedor como o jôquei adequado para as condições apresentadas, é muito importante que, dentro da equipe empreendedora, exista experiência compatível ao desafio.

Nota-se adicionalmente, que muitas das outras características analisadas no empreendedor são derivadas de alguma experiência prévia, como por exemplo a capacidade de liderança e a rede de conexões. Portanto, conclui-se que, apesar do peso considerável dado ao fator “Empreendedor”: i) ele não deve ser analisado isoladamente; ii) é desejável que os membros da equipe possuam um conjunto de experiências que irão reduzir os riscos e aumentar as chances de ganho da oportunidade de investimento.

PRODUTO & SERVIÇO

Seguindo a orientação à aplicação do modelo conceitual de dentro para fora, temos o grupo de fatores ligados ao Produto e/ou Serviço desenvolvidos pelo empreendedor. Qual seria o melhor “cavalo para a corrida”? Neste grupo destacam-se três pontos, citados com frequência pela literatura encontrada. O primeiro deles é a inovação em si. Caselli, Gatti *et al.* (2007) mostram que a inovação é um fator muito considerado por gestores de *venture capital*, por estar ligado ao potencial de crescimento da empresa-alvo. O segundo ponto diz respeito à viabilidade tecnológica da inovação. Ou seja, a existência de um protótipo é uma prova da competência técnica da equipe empreendedora e da viabilidade da inovação, o que reduz o risco da oportunidade de investimento. O último ponto é a proteção intelectual do ativo. Alguns artigos, como o de Guler (2007), discutem a importância da proteção legal para empresas nascentes inovadoras, muitas vezes correlacionado-a com o sucesso desses empreendimentos.

PLANO DE MODELO DE NEGÓCIOS

Este grupo, minimizado na analogia de Macmillan, Siegel *et al.*, (1986), serviria para mostrar que o “jôquei está apto para andar”. Contudo, alguns autores ampliam essa visão e acredita-se que o Plano e o Modelo de Negócios podem ser considerados a “estratégia da corrida”.

Como uma empresa pode vencer utilizando os recursos que possui, nas condições ambientais que encontra? Osterwalder (2004) diseca os elementos de um modelo de negócios de forma pragmática e apresenta-o como uma prévia estrutural do plano de negócios, que representaria o plano mestre de execução do empreendimento, combinando as condições ambientais com os recursos materiais, humanos, tecnológicos e financeiros. A presença e maturidade do Plano e do Modelo de Negócios são indicativos de uma boa avaliação de gestores de *venture capital*.

FINANÇAS

Referenciado por Macmillan, Siegel *et al.*, (1986) como as “probabilidades da corrida”, as finanças representam o fechamento do segundo núcleo do modelo conceitual, dos fatores que estão sob a influência direta do empreendedor. Nesse grupo de fatores, a modelagem financeira resulta em duas variáveis bem objetivas de serem analisadas: i) a valoração da empresa; e ii) o potencial de retorno. Ou seja, quanto a empresa vale hoje e quanto ela pode valer no futuro. Fatores extremamente interdependentes. Os critérios de decisão em relação a esses dois pontos não são tão objetivos e mensuráveis quanto a suas origens numéricas, e a literatura indica que são alvo de processos de negociação, muitas vezes subjetivos.

MERCADO-ALVO

Avançando para uma esfera mais abrangente e com menor influência do empreendedor, o Mercado-alvo, encontram-se três fatores relevantes para a análise da “corrida de cavalos” a ser escolhida. Para a análise da atratividade do mercado destacam-se: i) o tamanho do mercado, que está correlacionado diretamente com o potencial crescimento da empresa; ii) o ambiente competitivo, onde espera-se que o empreendedor busque informações qualificadas sobre o tópico; e iii) a validação da demanda, onde o empreendedor terá que mostrar a real necessidade do mercado diante do seu produto e/ou serviço.

ECOSSISTEMA EMPREENDEDOR / ECONÔMICO

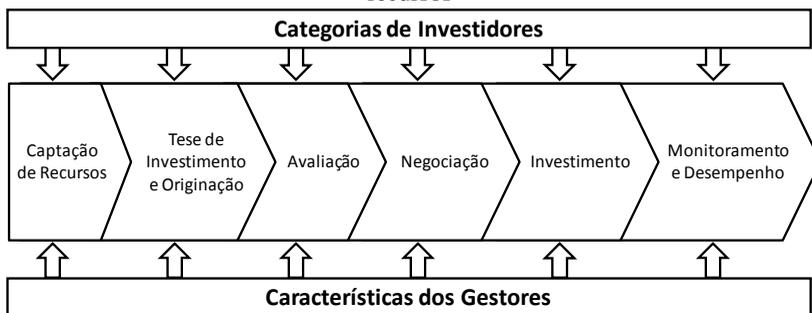
De acordo com a literatura encontrada, a última esfera de análise do modelo conceitual não parece fazer parte da rotina de avaliação de gestores de *venture capital*. Citado na maioria das vezes como fator de sucesso, a dinamicidade do Ecossistema é fator de análise para a escolha de alocação de recursos de investidores e gestores de *venture capital* que investem junto a consórcios longe da sua sede. Nos dois casos, de

acordo com Ferrary e Granovetter (2009), a presença de uma ampla variedade de agentes econômicos como advogados, consultorias, relações públicas e empresas de recrutamento, tornam o ambiente robusto e, portanto, mais atrativo para investimento. No segundo caso, além do ecossistema, o gestor de *venture capital* participante de um consórcio levará em consideração na sua análise a figura do líder desse consórcio. É desejável que este seja o investidor mais próximo da empresa, além de outras características. Segundo Cumming e Dai (2010) quanto menor a distância do agente de monitoramento da empresa, maiores as chances de sucesso do empreendimento.

5.2.2. Fatores ligados aos gestores de recursos

Como a literatura indica, o processo de gestão de *venture capital* é sistematizado e composto de etapas bem definidas, conforme sintetizado na Figura 3. Cada uma dessas etapas tem um papel na história do relacionamento de uma empresa de *venture capital* com suas investidas. Além disso, a Categoria do Investidor e da própria empresa de *venture capital*, bem como as Características de seus Gestores, influenciam diretamente as peculiaridades e a dinâmica de cada etapa.

Figura 3 - Modelo conceitual dos grupos de fatores ligados aos gestores de recursos



Fonte: Autor (2013)

Em relação ao modelo conceitual dos fatores ligados aos gestores de recursos, apresenta-se uma dinâmica diferente. Neste caso a lógica de análise leva em consideração o processo inerente à indústria do *venture capital*, além de outros dois grupos de fatores que influenciam todas as etapas desse processo: Categorias de Investidores e Características dos

Gestores. A seguir encontram-se orientações objetivas acerca dos fatores mais citados pela literatura em cada um desses grupos.

CATEGORIAS DE INVESTIDORES

Importante ressaltar nesse ponto é a clara divisão que existe na indústria de *venture capital* em relação aos seus tipos de investidores. Separando-os primeiramente em institucionais e individuais, e, mais além, numa série de outras categorias, o setor passa uma clara mensagem ao mercado de que é necessário combinar a oportunidade certa com o investidor certo. Cada um, empreendedor e investidor possuem uma hierarquia de necessidades e interesses muito específica e que precisam ser alinhadas. Esse é o primeiro alerta do modelo conceitual dos fatores ligados aos gestores de *venture capital*.

CARACTERÍSTICAS DOS GESTORES

Em seguida, devem-se levar em conta as características desses gestores. Alguns estudos correlacionam essas características com as chances de sucesso de uma empresa investida. Sendo assim, propõe-se que esse grupo de fatores, apresentados na Tabela 43, seja alvo de análise tanto de investidores em busca de destinos para seus recursos, quanto de empreendedores, que estão em busca de capital para seu empreendimento. Além disso, as experiências anteriores desses gestores são um bom indicativo, segundo Dimov e Shepherd *et al.* (2007), de quais oportunidades terão maior chance de serem selecionadas. Fatores como educação e reputação influenciam diretamente suas escolhas.

CAPTAÇÃO DE RECURSOS

De acordo com Gompers e Lerner (2001) esse é o momento que o investidor escolhe o gestor que irá administrar seus recursos. Nesta etapa são alinhadas as regras de governança entre as duas partes. Sahlman (1990) alerta para a ocorrência de conflitos de interesses nessa indústria, e todas as partes, inclusive os empreendedores, devem analisar as regras que vão balizar o relacionamento entre cada um dos membros da sociedade.

TESE DE INVESTIMENTO E ORIGINAÇÃO

A formação da tese de investimento é a etapa que vai formar as linhas gerais do processo e dos critérios de decisão dos gestores, bem como definir a estratégia de origem de oportunidades. Por um lado, os empreendedores precisam ficar atentos aos elementos fundamentais da tese de investimento divulgados por um gestor. Caso contrário, corre-

se o risco de ser eliminado por falta de enquadramento, antes mesmo de avançar para a fase de avaliação. Por outro lado, os gestores, que têm a missão de construir a tese de investimento, precisam alinhar interesses com seus investidores, e em paralelo, definir critérios de seleção em acordo com fatores críticos de sucesso.

AValiação

De certa forma, exploraram-se os fatores de análise desta etapa na seção anterior: Empreendedor, Produto & Serviço, Plano de Modelo de Negócios, Finanças, Mercado-alvo e Ecosistema, são os grupos de fatores de análise dos gestores de *venture capital*. Destaca-se aqui adicionalmente, o ponto de vista do gestor em relação a um fator do processo de avaliação, subjetivo, mas citado frequentemente como elemento decisivo, a Empatia. Descrito algumas vezes na literatura com termos menos científicos, como “intuição”, a empatia, segundo Batjargal (2007), pode representar a confiança interpessoal despertada entre as partes. Difícil de mensurar, mas um fator muito citado pela literatura. Recomenda-se ao empreendedor entender os gatilhos de geração de empatia que podem facilitar o processo de seleção da oportunidade.

NEGOCIAÇÃO

A fase de negociação está muito relacionada aos riscos percebidos pelas partes em relação ao negócio. Tanto para a determinação do valor da empresa, quanto para a construção de contratos, o mapeamento e reconhecimento desses riscos, bem como a identificação de alternativas de mitigação dos mesmos, facilita e deixa a etapa de negociação mais transparente. Hochberg, Ljungqvist et al. (2010) analisaram um construto que se mostra importante nesta etapa, o poder de barganha das partes. Analogamente a empatia, recomenda-se que o empreendedor e o investidor analisem, além dos riscos, fatores que podem aumentar seu poder de barganha nessa etapa do processo.

INVESTIMENTO

Dois aspectos são destaque nesta etapa do processo: i) a finalização dos contratos entre as partes, com as definições das regras de governança; e ii) a formação dos consórcios. No primeiro aspecto, Gompers (2012) alerta para o desenvolvimento de mecanismos que sejam capazes de resolver potenciais conflitos. Já em relação ao segundo aspecto, a formação dos consórcios, esta etapa deve ser acompanhada de perto pelo empreendedor, que deve utilizar os critérios para seleção do

gestor, já citados anteriormente, e verificar se, no consórcio em formação, existem as competências e/ou recursos importantes para o seu negócio.

MONITORAMENTO E DESEMPENHO

A fase de monitoramento é a mais longa de todo o processo, e é aonde Tyebjee e Bruno (1984) colocam que o investidor passa a ter também um papel de colaborador da empresa investida, contribuindo de maneira formal e informal para a operação e execução do negócio. Um dos elementos que contribuem com o desempenho da empresa, de acordo com Makela e Maula (2008), é a proximidade com o gestor. Quanto menor à distância, menor a assimetria de informações, melhores e mais intensas são as contribuições do gestor. Fato que deve ser analisado com atenção por empreendedores e gestores.

5.3. DISCUSSÃO

Após uma apresentação exaustiva dos grupos e dos fatores que compõem e influenciam o processo decisório de gestores de *venture capital* e investidores anjo, neste capítulo encontra-se um apanhado, mais objetivo, dos consensos e descobertas encontrados, bem como de algumas lacunas da literatura científica acerca do tema central da pesquisa.

5.3.1. Principais Consensos, Descobertas e Conclusões

A Tabela 50 resume, de forma prática, os fatores discutidos no capítulo anterior, que impactam positivamente o processo decisório. A tabela está organizada pelos grupos de fatores apresentados nesta pesquisa. Para cada um deles, estão associados um ou mais fatores específicos e suas fontes de referência que indicam a relevância de cada fator de análise.

Cada um desses construtos foi apresentado nas sessões anteriores, e a tabela a seguir deve servir de guia tanto para empreendedores, quanto investidores que buscam entender melhor o processo decisório de gestores de *venture capital*.

Tabela 50 - Fatores que impactam positivamente o processo decisório de gestores de *venture capital*

GRUPOS DE FATORES	FATORES QUE IMPACTAM POSITIVAMENTE O PROCESSO DECISÓRIO	REFERÊNCIAS
<i>Capital Humano</i>	-Experiência na indústria	Frankle, Gruber et al. (2008)
<i>Comportamento Empreendedor</i>	-Paixão e confiança na oportunidade associados com preparo	Chen, Yao et al. (2009) Dimov (2010)
<i>Capital Social</i>	-Relacionamento com gestores	Shane e Stuart (2002)
<i>Comunicação & Negociação</i>	-Empatia pessoal	Paul, Whittam et al. (2007) Frankle, Gruber et al. (2008) Chen, Yao et al. (2009)
<i>Time</i>	-Equipes heterogêneas	Henneke e Lüthje (2007)
<i>Demográficos</i>	-Homofilia relacionada a características demográficas	Harrison e Mason (2007) Becker-Blease e Sohl (2007)
<i>Produto & Serviço</i>	-Presença de inovação	Caselli, Gatti et al. (2009)
<i>Finanças</i>	-Possibilidade de saída com alto potencial de retorno	Fried e Hisrich (1994)
<i>Mercado-alvo</i>	-Tamanho do mercado	Groh e Von Liechtenstein (2009)
<i>Plano e Modelo de Negócios</i>	-Proteção contra concorrência -Consistência do plano ("mostrar que "o jôquei está apto para andar"")	Haynie, Shepherd et al. (2009) Macmillan, Siegel et al. (1986)
<i>Ecosistema</i>	-Proximidade com o gestor de <i>venture capital</i>	Makela e Maula (2008) Cumming e Dai (2010)
<i>Categorias de investidores</i>	-Alinhamento de interesses	Gompers e Lerner, (2001) Miller e Wesley, (2010)
<i>Características dos gestores</i>	-Homofilia relacionada a capital humano	Dimov, Shepherd et al. (2007) Paul, Whittam et al. (2007)
<i>Captção de recursos</i>	-Assimetria de informações reduzida	Sahilman, (1990)
<i>Tese de investimento & Originação</i>	-Aderência a tese de investimento	Knill, (2009)
<i>Avaliação</i>	-Recomendações e referências que gerem confiança	Gompers e Lerner, (2004) Batjargal (2007)
<i>Negociação</i>	-Mapeamento prévio dos riscos	Kaplan e Strömberg, (2003) Cumming e Dai (2011)
<i>Investimento</i>	-Empresa líder do consórcio de co-investidores com boa reputação	Dimov, Shepherd et al. (2007) Sorensen, (2007)
<i>Monitoramento e Desempenho</i>	-Empresa líder do consórcio de co-investidores próxima geograficamente	Makela e Maula (2008) Cumming e Dai (2010)

Fonte: Autor (2013)

Na seqüência, apresentaremos algumas das descobertas realizadas durante o processo de pesquisa, através da observação de conclusões e dados encontrados de forma recorrente na literatura.

GRUPO DESTAQUE

Embora a literatura não seja conclusiva no que diz respeito aos principais fatores ou grupo de fatores usados por investidores, e representantes destes, na busca e seleção de oportunidades de investimento, existem claras evidências de que autores e pesquisas recentes se limitam a quatro agrupamentos de fatores de análise (Empreendedor, Mercado-Alvo, Finanças e Produto / Serviço), suprimindo dois outros (Plano e Modelo de Negócios e Ecosistema Empreendedor / Econômico).

No entanto, após a análise de todos os artigos do portfólio central percebe-se a relevância e a freqüência com que são citados os fatores destes dois últimos grupos. Desta forma, propõe-se aqui o reconhecimento, e a conseqüente adoção destes conjuntos, nas pesquisas relacionadas ao tema processo de decisão de gestores de *venture capital*.

FATORES CRÍTICOS DE FRACASSO

Macmillan, Zemann *et al.* (1987), na apresentação de suas conclusões, de certa forma, traz uma relação sintética de alguns dos fatores críticos de fracasso das empresas e classificam três grandes categorias de empresas mal sucedidas:

- i. Equipe não possui experiência e tem poucas chances de permanecer na gestão, o produto não tem protótipo e não há demanda de mercado para o produto, mas a empresa de alguma forma passa pelos crivos de avaliação e é financiada;
- ii. Equipe é muito boa, mas a empresa enfrenta a concorrência muito cedo e o time não tem capacidade de enfrentá-la;
- iii. Equipe tem competências excepcionais, é tão preparada, que pela perseverança, demonstra que existe um mercado, mas perde esse mercado para a concorrência, devido à falta de proteção para o produto.

FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

A análise de Macmillan, Zemann *et al.* (1987) mostrou também as três grandes classes de empresas de sucesso:

- i. Empresa de alta tecnologia com uma equipe bem qualificada que tem as competências necessárias para enfrentar a competição;
- ii. Equipe não tem muitas credenciais, mas o produto tem um elevado nível de proteção e acaba sendo um grande sucesso;
- iii. Classe de "criadores de mercado", uma equipe com uma persistência excepcional, que demonstra que existe de fato um mercado.

IMPORTÂNCIA DO NEGÓCIO PARA O SUCESSO

Resultados da pesquisa de Kaplan, Sensoy *et al.* (2009) indicam que as empresas que abrem seu capital raramente mudam sua idéia e as linhas gerais do negócio. Isto sugere que é extremamente importante que um gestor de *venture capital* escolha um bom negócio. Os autores ressaltam que esses resultados não significam que a boa gestão não é importante. Os incentivos que os gestores de *venture capital* oferecem à gestão indicam que uma boa gestão é muito valiosa. No entanto, os resultados sugerem que a má gestão ou gestão inapropriada têm mais chances de serem remediadas por uma nova equipe, do que uma idéia de negócio ruim ser resolvida por uma nova idéia.

CRITÉRIOS DE DECISÃO DIFERENTES PARA FASES DIFERENTES

Petty e Gruber (2011) descobriram que durante os primeiros seis meses do processo de avaliação, os fatores relativos às características do produto estavam entre as três principais razões para a rejeição. Nas últimas fases do processo, no entanto, descobriu-se que os fatores relacionados com a análise financeira e estrutura da negociação, bem como empresas pouco flexíveis, dominaram as três principais razões. Os autores notam que, contrariamente a resultados anteriores, a qualidade da equipe de gestão não foi um fator primário para a rejeição em qualquer fase do processo de avaliação.

Analisando a heterogeneidade das metodologias, dos resultados e das conclusões das pesquisas científicas encontradas, junto às observações de Petty e Gruber (2011), acredita-se que, parte da falta de consenso da literatura pode ser explicada pelo intenso dinamismo do *venture capital*, onde muitos fatores, dentre eles a própria fase do processo de análise, exercem influência nas percepções de risco, retorno e liquidez das oportunidades de investimento, conseqüentemente, nas próprias decisões.

INFLUÊNCIA DA MATURIDADE

Notavelmente, o grau de maturidade, tanto de investidores quanto de empresas, é um fator relevante para o processo decisório. De acordo com Sorensen (2007), os investimentos feitos por investidores mais experientes são mais propensos a resultar em ofertas públicas de ações, logo, as empresas preferem os investidores experientes. Investidores preferem empresas em estágio mais avançado. Sendo assim, essas duas categorias tendem a se aproximar.

IMPORTÂNCIA DA PROXIMIDADE COM O GESTOR DO FUNDO

Apesar das análises de Fritsch e Schilder (2008) indicarem que a importância da proximidade regional entre o gestor de *venture capital* e as empresas do seu portfólio é amplamente superestimada na literatura, os autores afirmam que a insignificância da distância geográfica encontrada, pode ter sido em função da distribuição espacial bem equilibrada do país onde realizaram a pesquisa, a Alemanha. Lá a acessibilidade a variadas regiões é facilitada. Já outros autores, como Cumming e Dai (2010) e Makela e Maula (2008), que realizaram estudos em outros países, descobriram que a distância geográfica, em particular, à distância do consórcio de investidores, tem implicação importante no acompanhamento e nas liquidações de empresas investidas. Desta forma conclui-se que, o acesso facilitado às empresas é

importante, independente se é viabilizado pela curta distância ou por recursos de transportes eficientes.

ASPECTOS COGNITIVOS DO PROCESSO DECISÓRIO

Quanto mais informações estiverem disponíveis, as pessoas tendem a acreditar que vão tomar melhores decisões. Idealmente, um volume maior de informações deveria permitir que gestores de *venture capital* avaliassem melhor uma oportunidade, evitando quaisquer potenciais armadilhas. No entanto, qualquer informação adicional torna a decisão mais complexa. Verificou-se que gestores de *venture capital* são tomadores de decisão intuitivos. Isso significa dizer que quando as pessoas estão familiarizadas com a decisão e a estrutura da informação em torno dessa decisão, elas recorrem a um processamento mais automático dessas informações. Porém, se a informação em torno da decisão está estruturada de uma forma estranha, as pessoas precisam decifrar o que cada informação significa e isso afeta a sua precisão geral (ZACHARAKIS e SHEPHERD, 2001).

A constatação de que o processo decisório tem a influência do construto da intuição, remete aos aspectos cognitivos. A ciência cognitiva sugere que pesquisadores precisam investigar mais do que apenas o conteúdo de informação para compreender uma decisão. Os pesquisadores também precisam entender como essa informação é usada para formar um juízo. Preconceitos, e até o viés do excesso de confiança, afetam a forma como as informações são obtidas e compiladas, a fim de fazer um julgamento (ZACHARAKIS e SHEPHERD, 2001).

5.3.2. Lacunas e Oportunidades de Pesquisa

LITERATURA INTERNACIONAL

Identificaram-se quatro oportunidades de pesquisa a partir das lacunas observadas na literatura internacional

- i. Pelo número reduzido de pesquisas sobre a influência de instituições e profissionais que apóiam empresas nascentes inovadoras, acredita-se que aqui existam diversas hipóteses a serem testadas e análises potenciais;
- ii. Mais uma vez, pela escassez de estudos com este determinado escopo, entende-se que trabalhos de pesquisa com foco em setores específicos e parâmetros genéricos podem trazer conclusões interessantes;

- iii. Tão citada como um fator de análise, a empatia pessoal entre o gestor de *venture capital* e o empreendedor, não foi, ao menos no portfólio encontrado, explorada como hipótese de fator crítico de sucesso;
- iv. Apesar de a pesquisa científica ter identificado certa falta de consciência dos gestores de *venture capital* sobre seu próprio processo de análise e seleção de oportunidades de investimento, e do volume de empresas buscando capital ser muito maior do que as empresas de *venture capital*, existe uma concentração de pesquisas que tem como unidade de análise o tomador de decisão dessa indústria, deixando as empresas nascentes, em segundo plano.

LITERATURA BRASILEIRA

Como foi possível observar, a literatura brasileira apresenta um número reduzido de trabalhos, não fazendo sentido avaliar lacunas, sendo que este é, praticamente, um campo inexplorado pelos pesquisadores brasileiros. Com este trabalho, procura-se, ao menos, incentivar o uso de literatura internacional qualificada para pesquisadores brasileiros.

6. CONCLUSÃO

A pesquisa realizada confirma a complexidade e dinamismo do tema *venture capital*. Tão complexo e dinâmico quanto o próprio ambiente de negócios em que está inserido. A quantidade de fatores de análise e critérios de decisão encontrados representa quão vasta é a temática do *venture capital*. Através da pesquisa foram apresentados estudos dos últimos 30 anos e de diferentes países. As conclusões, consensos e divergências desses estudos abriram campo para discussão, enriquecendo o conteúdo da área de ciências econômicas.

Este trabalho desconstrói eventuais percepções enviesadas de que o processo de seleção de oportunidades de investimento é um assunto trivial, simples e que existem poucos fatores relevantes na sua estrutura. O processo de decisão de gestores de *venture capital* se mostrou um tópico denso, que deve ser tratado como tal, com rigor, métodos claros e políticas bem planejadas. Mesmo apesar de verificar que existem pesos diferentes para cada fator, todos os grupos de fatores se mostraram relevantes, em algum momento ou contexto do processo, e devem ser considerados por seus agentes.

Em relação à literatura nacional, evidencia-se neste trabalho a lacuna a ser preenchida no campo da pesquisa científica sobre o *venture capital*. Ao passo que é uma indústria ainda em formação no Brasil, carente de processos, de ferramentas para profissionalização de gestores e amadurecimento do ecossistema. Espera-se que as contribuições estejam alinhadas com o momento que vive o *venture capital* no país.

6.1. RESUMO DA PESQUISA

Esta pesquisa atingiu seu objetivo geral de revisar e mapear a literatura internacional sobre o processo decisório de gestores de *venture capital*. Após uma breve revisão teórica, contextualizando essa área das finanças, que recebe grande atenção do mundo científico internacional, detalhou-se, etapa por etapa, o protocolo de pesquisa aplicado ao estudo.

Aplicando-se um esforço de busca e seleção de artigos sobre o tema-alvo, foi possível desenhar, através de uma profunda análise bibliométrica, um mapa da literatura internacional, com a extratificação de diversos parâmetros, quantitativos e qualitativos, ligados a uma centena e meia de artigos científicos internacionais.

Em seguida, foi apresentada uma revisão dos fatores de análise e critérios de decisão, segundo a literatura, do processo de prospecção e seleção de oportunidades de investimento em *venture capital*. Como

exemplos podem-se citar a heterogeneidade e coesão do time de empreendedores, bem como a experiência e estratégia de portfólio dos gestores de fundos.

6.2. CONTRIBUIÇÕES PARA A LITERATURA / COMUNIDADE CIENTÍFICA

Por se tratar de um trabalho teórico descritivo, esta pesquisa pertence a um dos conjuntos de estudos com menor volume de publicações encontradas nos portfólios: central e brasileiro. Apenas seis no portfólio central e nenhum no portfólio brasileiro. Sabendo disso, é possível relacionar algumas contribuições para a comunidade científica, que, apesar de, aparentemente, fazerem parte de grande parte dos esforços de revisão de literatura, são de grande valia, considerando a extensão e profundidade das análises apresentadas:

- i. Reconhecimento das referências, grupos de pesquisa e periódicos mais citados nas pesquisas publicadas no período escolhido, possivelmente se tratando dos esforços responsáveis pela construção do conhecimento científico em torno do tema nos últimos 30 anos;
- ii. Mapa detalhado dos aspectos metodológicos de 132 pesquisas em torno do tema: processo de decisão de gestores de *venture capital*, revelando as escolhas mais e menos freqüentes em relação às variáveis de escopo e método.

6.3. CONTRIBUIÇÕES PARA OS AGENTES ECONÔMICOS E DE MERCADO

Tendo o escopo desta pesquisa, agentes econômicos ativos, como elementos centrais dos esforços de pesquisa, não é tarefa difícil identificar e relacionar contribuições para este grupo. Dentre essas contribuições, citamos duas:

- i. Sendo a comunicação entre empreendedores e gestores de *venture capital*, um fator inerente e decisivo do processo de investimento, a identificação dos fatores de influência, e muitas vezes seu impacto no sucesso das operações, pode ajudar ambas as partes a diminuir os ruídos e assimetria de informações no processo, conseqüentemente levando-os a decisões mais assertivas;
- ii. Com o levantamento dos elementos estruturais do processo decisório, bem como de suas dinâmicas de interação e influência, é possível ajudar gestores de *venture capital* a formalizar as

heurísticas de decisão e melhorar a eficiência do seu processo de investimento.

6.4. CONTRIBUIÇÕES PARA A SOCIEDADE

Tendo este estudo, identificado na literatura, a importância do *venture capital* para as atividades de empreendedorismo e inovação, acredita-se que melhorar a eficiência dos agentes econômicos que promovem tais iniciativas, conseqüentemente, traz benefícios para a sociedade, à medida que se promove a geração de riqueza e de postos de trabalho.

6.5. LIMITAÇÕES

Conforme comentado anteriormente, uma das limitações do trabalho diz respeito à escassez de publicações de determinados países, inclusive do Brasil, com uma concentração de estudos com amostras dos EUA. Desta forma não é possível inferir qualquer tipo de conclusão a localidades e culturas que não foram alvo das pesquisas encontradas. Outra restrição deste estudo diz respeito a sua própria natureza. Sendo um trabalho teórico-descritivo, esta pesquisa carece da experiência de validação empírica e sistemática dos construtos explorados.

Além disso, em muitos casos de inexistência de consensos na literatura e de diversos estudos com comparação de importância de fatores, caso tivesse sido realizada uma meta-análise dos dados estatísticos, que verificasse a relevância de cada fator no processo decisório, comparando as descobertas dos artigos entre si, provavelmente seria possível inferir conclusões acerca dos casos de falta de consenso e de múltiplas comparações de fatores.

Sendo assim, recomendam-se alguns direcionamentos para futuros trabalhos. Primeiramente, explorar o ecossistema brasileiro, analisando o comportamento de empreendedores e gestores de *venture capital*, com rigor científico, parece uma oportunidade de pesquisa relevante. Em segundo lugar, sugere-se que seja realizado estudo que identifique e distinga (i) fatores presentes na análise de gestores de *venture capital* e (ii) os fatores críticos de sucesso ou fracasso de empresas investidas, levantando os pontos de divergência dos dois construtos na literatura e também empiricamente. E por último, a falta de consenso relacionado a algumas matérias, abre caminho para estudos: (i) quantitativos, de comparação estatística, e (ii) qualitativos, de análise conceitual e de metodologia.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDI. Introdução ao *Private equity* e *Venture capital* para Empreendedores. 2011.

AVDEITCHIKOVA, S. On the structure of the informal *venture capital* market in Sweden: Developing investment roles. *Venture capital*, v. 10, n. 1, p. 55-85, 2008.

BATJARGAL, B. Network triads: Transitivity, referral and *venture capital* decisions in China and Russia. **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 6, p. 998-1012, Nov 2007.

BECKER-BLEASE, J. R.; SOHL, J. E. Do women-owned businesses have equal access to angel capital? **Journal of Business Venturing**, v. 22, n. 4, p. 503-521, Jul 2007.

BECKMAN, C. M.; BURTON, M. D.; O'REILLY, C. Early teams: The impact of team demography on VC financing and going public. **Journal of Business Venturing**, v. 22, n. 2, p. 147-173, Mar 2007.

BRUNS, V. et al. The role of human capital in loan officers' decision policies. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, n. 3, p. 485-506, May 2008.

CASELLI, S.; GATTI, S.; PERRINI, F. Are *Venture capitalists* a Catalyst for Innovation ? **European Financial Management**, v. 15, n. 1, p. 92-111, Jan 2009.

CHEN, X. P.; YAO, X.; KOTHA, S. ENTREPRENEUR PASSION AND PREPAREDNESS IN BUSINESS PLAN PRESENTATIONS: A PERSUASION ANALYSIS OF *VENTURE CAPITALISTS'* FUNDING DECISIONS. **Academy of Management Journal**, v. 52, n. 1, p. 199-214, Feb 2009.

CHRISTENSEN, J. L. The development of geographical specialization of *venture capital*. **European Planning Studies**, v. 15, n. 6, p. 817-833, 2007.

CLARYSSE, B. et al. Academic spin-offs, formal technology transfer and capital raising. **Industrial and Corporate Change**, v. 16, n. 4, p. 609-640, Aug 2007.

COOK, D. J.; MULROW, C. D.; HAYNES, R. B. Systematic Reviews: Synthesis of Best Evidence for Clinical Decisions. **Annals of Internal Medicine**, v. 126, p. 376–380, 1997.

CROSSAN, M. M.; APAYDIN, M. A Multi-Dimensional framework of organizational innovation: A systematic review of the literature. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 6, p. 1154-1191, 2009.

CUMMING, D.; DAI, N. Local bias in *venture capital* investments. **Journal of Empirical Finance**, v. 17, n. 3, p. 362-380, Jun 2010.

_____. Fund size, limited attention and *valuation of venture capital* backed firms. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, n. 1, p. 2-15, Jan 2011.

DE CLERCQ, D.; DIMOV, D. Internal knowledge development and external knowledge access in *venture capital* investment performance. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 3, p. 585-612, May 2008.

DIMOV, D. Nascent Entrepreneurs and Venture Emergence: Opportunity Confidence, Human Capital, and Early Planning. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 6, p. 1123-1153, 2010.

DIMOV, D.; MURRAY, G. Determinants of the incidence and scale of seed capital investments by *venture capital* firms. **Small Business Economics**, v. 30, n. 2, p. 127-152, Feb 2008.

DIMOV, D.; SHEPHERD, D. A.; SUTCLIFFE, K. M. Requisite expertise, firm reputation, and status in *venture capital* investment allocation decisions. **Journal of Business Venturing**, v. 22, n. 4, p. 481-502, Jul 2007.

FERRARY, M.; GRANOVETTER, M. The role of *venture capital* firms in Silicon Valley's complex innovation network. **Economy and Society**, v. 38, n. 2, p. 326-359, 2009.

FRANKE, N. et al. *Venture capitalists' evaluations of start-up teams: Trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience.* **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, n. 3, p. 459-483, May 2008.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. Toward a model of *venture capital* investment decision making. **Financial Management**, p. 28-37, 1994.

FRITSCH, M.; SCHILDER, D. Does *venture capital* investment really require spatial proximity? An empirical investigation. **Environment and Planning A**, v. 40, n. 9, p. 2114-2131, Sep 2008.

FULGHIERI, P.; SEVILIR, M. Size and Focus of a *Venture capitalist's* Portfolio. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 11, p. 4643-4680, Nov 2009.

GEM. Global Entrepreneurship Research. Global Entrepreneurship Monitor 2010. **Global Report Association**, 2010.

GOLDFARB, B.; KIRSCH, D.; MILLER, D. A. Was there too little entry during the Dot Com Era? **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 1, p. 100-144, Oct 2007.

GOMPERS, P.; LERNER, J. The *venture capital* revolution. **Journal of Economic Perspectives**, p. 145-168, 2001.

_____. **The *venture capital* cycle.** MIT press, 2004.

GOMPERS, P. A. Optimal investment, monitoring, and the staging of *venture capital*. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1461-1489, 2012.

GORMAN, M.; SAHLMAN, W. A. What do *venture capitalists* do? **Journal of Business Venturing**, v. 4, n. 4, p. 231-248, 1989.

GROH, A. P.; VON LIECHTENSTEIN, H. How attractive is central Eastern Europe for risk capital investors? **Journal of International Money and Finance**, v. 28, n. 4, p. 625-647, Jun 2009.

GULER, I. Throwing good money after bad? Political and institutional influences on sequential decision making in the *venture capital* industry. **Administrative Science Quarterly**, v. 52, n. 2, p. 248-285, Jun 2007.

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

HALL, J.; HOFER, C. W. *Venture capitalists'* decision criteria in new venture *evaluation*. **Journal of Business Venturing**, v. 8, n. 1, p. 25-42, 1993.

HARRISON, R. T.; MASON, C. M. Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 31, n. 3, p. 445-472, May 2007.

HAYNIE, J. M.; SHEPHERD, D. A.; MCMULLEN, J. S. An Opportunity for Me? The Role of Resources in Opportunity *Evaluation* Decisions. **Journal of Management Studies**, v. 46, n. 3, p. 337-361, May 2009.

HELLMANN, T.; PURI, M. *Venture capital* and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 169-197, 2002.

HENNEKE, D.; LÜTHJE, C. Interdisciplinary Heterogeneity as a Catalyst for Product Innovativeness of Entrepreneurial Teams. **Creativity and Innovation Management**, v. 16, n. 2, p. 121-132, 2007.

HOCHBERG, Y. V.; LJUNGQVIST, A.; LU, Y. Networking as a Barrier to Entry and the Competitive Supply of *Venture capital*. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 3, p. 829-859, 2010.

HSU, D. H. Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and *venture capital* funding. **Research Policy**, v. 36, n. 5, p. 722-741, 2007.

KAPLAN, S. N.; SENSOY, B. A.; STROMBERG, P. Should Investors Bet on the Jockey or the Horse ? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. **Journal of Finance**, v. 64, n. 1, p. 75-115, Feb 2009.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of *venture capital* contracts. **Review of Economic Studies**, v. 70, n. 2, p. 281-315, 2003.

_____. Characteristics, contracts, and actions: Evidence from *venture capitalist* analyses. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 5, p. 2177-2210, 2005.

KIRSCH, D.; GOLDFARB, B.; GERA, A. Form or substance: The role of business plans in *venture capital* decision making. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 5, p. 487-515, 2009.

KNILL, A. Should *Venture capitalists* Put All Their Eggs in One Basket? Diversification versus Pure-Play Strategies in *Venture capital*. **Financial Management**, v. 38, n. 3, p. 441-486, Fal 2009.

KROHMER, P.; LAUTERBACH, R.; CALANOG, V. The bright and dark side of staging: Investment performance and the varying motivations of *private equity* firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 9, p. 1597-1609, Sep 2009.

LERNER, J. *Venture capitalists* and the oversight of private firms. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 301-318, 1995.

LEVIE, J.; GIMMON, E. Mixed signals: Why investors may misjudge first time high technology venture founders. **Venture capital**, v. 10, n. 3, p. 233-256, 2008.

LITTUNEN, H.; VIRTANEN, M. Differentiating factors of venture growth: From statics to dynamics. **International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research**, v. 15, n. 6, p. 535-554, 2009.

MACMILLAN, I. C.; SIEGEL, R.; NARASIMHA, P. Criteria used by *venture capitalists* to evaluate new venture proposals. **Journal of Business Venturing**, v. 1, n. 1, p. 119-128, 1986.

MACMILLAN, I. C.; ZEMANN, L.; SUBBANARASIMHA, P. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture

screening process. **Journal of Business Venturing**, v. 2, n. 2, p. 123-137, 1987.

MAKELA, M. M.; MAULA, M. V. J. Attracting cross-border *venture capital*: the role of a local investor. **Entrepreneurship and Regional Development**, v. 20, n. 3, p. 237-257, May 2008.

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

MILLER, T. L.; WESLEY, C. L. Assessing Mission and Resources for Social Change: An Organizational Identity Perspective on Social *Venture capitalists'* Decision Criteria. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 34, n. 4, p. 705-733, Jul 2010.

MOSEY, S.; WRIGHT, M. From Human Capital to Social Capital: A Longitudinal Study of Technology-Based Academic Entrepreneurs. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 31, n. 6, p. 909-935, 2007.

MUZYKA, D.; BIRLEY, S.; LELEUX, B. Trade-offs in the investment decisions of European *venture capitalists*. **Journal of Business Venturing**, v. 11, n. 4, p. 273-287, 1996.

OSTERWALDER, A. The business model ontology: A proposition in a design science approach. PhD Thesis, **Institut d'Informatique et Organisation. Lausanne, Switzerland, University of Lausanne, Ecole des Hautes Etudes Commerciales HEC**, v. 173, 2004.

PARHANKANGAS, A.; HELLSTRÖM, T. How experience and perceptions shape risky behaviour: Evidence from the *venture capital* industry. **Venture capital**, v. 9, n. 3, p. 183-205, 2007.

PATZELT, H.; KNYPHAUSEN-AUFSESS, D. Z.; FISCHER, H. T. Upper echelons and portfolio strategies of *venture capital* firms. **Journal of Business Venturing**, v. 24, n. 6, p. 558-572, Nov 2009.

PAUL, S.; WHITTAM, G.; WYPER, J. Towards a model of the business angel investment process. **Venture capital**, v. 9, n. 2, p. 107-125, 2007.

PETTY, J. S.; GRUBER, M. "In pursuit of the real deal" A longitudinal study of VC decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 172-188, Mar 2011.

PINTADO, T. R.; DE LEMA, D. G. P.; VAN AUKEN, H. *Venture capital* in Spain by stage of development. **Journal of Small Business Management**, v. 45, n. 1, p. 68-88, Jan 2007.

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

SHANE, S.; STUART, T. Organizational endowments and the performance of university start-ups. **Management Science**, v. 48, n. 1, p. 154-170, 2002.

SHEPHERD, D. A. *Venture capitalists'* assessment of new venture survival. **Management Science**, v. 45, n. 5, p. 621-632, 1999.

SORENSEN, M. How smart is smart money? A two-sided matching model of *venture capital*. **Journal of Finance**, v. 62, n. 6, p. 2725-2762, Dec 2007.

TOOLE, A. A.; TURVEY, C. How does initial public financing influence private incentives for follow-on investment in early-stage technologies? **Journal of Technology Transfer**, v. 34, n. 1, p. 43-58, Feb 2009.

TRANFIELD, D.; DENYER, D.; SMART, P. Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. **British Journal of Management**, v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003.

TYEBJEE, T. T.; BRUNO, A. V. A model of *venture capitalist* investment activity. **Management Science**, v. 30, n. 9, p. 1051-1066, 1984.

TYKVOVA, T. What do economists tell us about *venture capital* contracts? **Journal of Economic Surveys**, v. 21, n. 1, p. 65-89, Feb 2007.

WRIGHT, M.; ROBBIE, K. *Venture capital and private equity: a review and synthesis*. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 5-6, p. 521-570, 2003.

YIU, D. W.; LAU, C. M. Corporate Entrepreneurship as Resource Capital Configuration in Emerging Market Firms. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, n. 1, p. 37-57, 2008.

ZACHARAKIS, A. L.; MEYER, G. D. A lack of insight: do *venture capitalists* really understand their own decision process? **Journal of Business Venturing**, v. 13, n. 1, p. 57-76, 1998.

ZACHARAKIS, A. L.; SHEPHERD, D. A. The nature of information and overconfidence on *venture capitalists'* decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 16, n. 4, p. 311-332, 2001.

ZHANG, J. et al. A Contingent Model of Network Utilization in Early Financing of Technology Ventures. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, n. 4, p. 593-613, 2008.

ZHANG, J. F. The advantage of experienced start-up founders in *venture capital* acquisition: evidence from serial entrepreneurs. **Small Business Economics**, v. 36, n. 2, p. 187-208, Feb 2011.

8. BIBLIOGRFIA CONSULTADA

ATHERTON, A. Cases of start-up financing: An analysis of new *venture capitalisation* structures and patterns. **International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research**, v. 18, n. 1, p. 28-47, 2012.

AUDRETSCH, D. B.; BÖNTE, W.; MAHAGAONKAR, P. Financial signaling by innovative nascent ventures: The relevance of patents and prototypes. **Research Policy**, 2012.

BEHRENS, J. et al. Specific managerial human capital, firm age, and *venture capital* financing of biopharmaceutical ventures: A contingency approach. **The Journal of High Technology Management Research**, 2012.

BURKE, A. et al. How does entrepreneurial activity affect the supply of informal investors? **Venture capital**, v. 12, n. 1, p. 21-47, 2010.

CANNICE, M. V.; BELL, A. H. Metaphors used by *venture capitalists*: Darwinism, architecture and myth. **Venture capital**, v. 12, n. 1, p. 1-20, 2010.

CHANG, C. Y. et al. Analysis of the factors that influence *venture capital* fundraising: An empirical study in China. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 12, p. 4765-4774, Jun 2011.

CUMMING, D.; FLEMING, G.; SCHWIENBACHER, A. Style Drift in *Private equity*. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 36, n. 5-6, p. 645-678, 2009.

DE BRUIN, A.; FLINT-HARTLE, S. The search for equity capital? Implications for women entrepreneurs. **International Journal of Entrepreneurship and Small Business**, v. 4, n. 5, p. 620-635, 2007.

DE MAESENEIRE, W.; CLAEYS, T. SMEs, foreign direct investment and financial constraints: The case of Belgium. **International Business Review**, v. 21, n. 3, p. 408-424, Jun 2012.

DIMOV, D.; GEDAJLOVIC, E. A Property Rights Perspective on *Venture capital* Investment Decisions. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 7, p. 1248-1271, Nov 2010.

DOS SANTOS, B. L.; PATEL, P. C.; D'SOUZA, R. R. *Venture capital Funding for Information Technology Businesses*. **Journal of the Association for Information Systems**, v. 12, n. 1, p. 57-87, 2011.

DUSHNITSKY, G.; KLUETER, T. Is There an eBay for Ideas? Insights from Online Knowledge Marketplaces. **European Management Review**, v. 8, n. 1, p. 17-32, 2011.

ELDRIDGE, D. Optimal allocation of decision rights for value-adding in *venture capital*. **Management Decision**, v. 45, n. 5, p. 897-909, 2007.

ELITZUR, R.; GAVIOUS, A. Selection of entrepreneurs in the *venture capital* industry: An asymptotic analysis. **European Journal of Operational Research**, v. 215, n. 3, p. 705-712, 2011.

ERIKSON, T.; BERG-UTBY, T. Preinvestment Negotiation Characteristics and Dismissal in *Venture capital*-Backed Firms. **Negotiation Journal**, v. 25, n. 1, p. 41-57, Jan 2009.

FARRELL, P. J. et al. A bayesian analysis of a random effects small business loan credit scoring model. **Pakistan Journal of Statistics and Operation Research**, v. 7, n. 2 SPECIAL ISSUE, p. 433-449, 2011.

FLEMING, D. M. Management forecast characteristics: Effects on *venture capital* investment screening judgments. **Behavioral Research in Accounting**, v. 21, n. 2, p. 13-36, 2009.

FRITSCH, M.; SCHILDER, D. The Regional Supply of *Venture capital*: Can Syndication Overcome Bottlenecks? **Economic Geography**, v. 88, n. 1, p. 59-76, Jan 2012.

FULLER, D. B. Intellectual Property Rights and Foreign Investment: The Political Economy of Taiwan's Technology-Intensive Foreign Direct Investment. **Asian Politics & Policy**, v. 1, n. 4, p. 726-738, 2009.

GALBRAITH, C. S.; DENOBLE, A. F.; EHRlich, S. B. Predicting the Commercialization Progress of Early-Stage Technologies: An Ex-Ante Analysis. **Ieee Transactions on Engineering Management**, v. 59, n. 2, p. 213-225, May 2012.

GAO, L. S. Portfolio industry strategy in *venture capital* investments. **Journal of Private equity**, v. 14, n. 2, p. 59-71, 2011.

GAVIOUS, I.; SCHWARTZ, D. Market *valuations* of start-up ventures around the technology bubble. **International Small Business Journal**, v. 29, n. 4, p. 399-415, Aug 2011.

GIMMON, E. Entrepreneurial team-starts and teamwork: Taking the investors' perspective. **Team Performance Management**, v. 14, n. 7-8, p. 327-339, 2008.

GIMMON, E.; LEVIE, J. Instrumental Value Theory and the Human Capital of Entrepreneurs. **Journal of Economic Issues**, v. 43, n. 3, p. 715-732, Sep 2009.

_____. Founder's human capital, external investment, and the survival of new high-technology ventures. **Research Policy**, v. 39, n. 9, p. 1214-1226, 2010.

GRAJKOWSKA, A. Valuing intellectual capital of innovative start-ups. **Journal of Intellectual Capital**, v. 12, n. 2, p. 179-201, 2011.

GRAVES, W. The southern culture of risk capital: The path dependence of entrepreneurial finance. **Southeastern Geographer**, v. 51, n. 1, p. 49-68, 2011.

GYGAX, A. F.; GRIFFITHS, A. Do *venture capitalists* imitate portfolio size? **Financial Markets and Portfolio Management**, v. 21, n. 1, p. 69-94, 2007.

HEUGHEBAERT, A.; MANIGART, S. Firm *Valuation* in *Venture capital* Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 39, n. 3-4, p. 500-530, Apr-May 2012.

HOFMAN, D. M.; HUISMAN, R. Did the financial crisis lead to changes in *private equity* investor preferences regarding renewable energy and climate policies? **Energy Policy**, v. 47, n. 0, p. 111-116, 2012.

HOPP, C. When do *venture capitalists* collaborate? evidence on the driving forces of *venture capital* syndication. **Small Business Economics**, v. 35, n. 4, p. 417-431, 2010.

JAMES, S. *Private equity* and the entrepreneur. **Journal of Business and Finance Librarianship**, v. 15, n. 3-4, p. 230-236, 2010.

JOGLEKAR, N. R.; LEVESQUE, M. Marketing, R&D, and Startup *Valuation*. **Ieee Transactions on Engineering Management**, v. 56, n. 2, p. 229-242, May 2009.

KHANIN, D.; OGILVIE, K.; LEIBSOHN, D. International entrepreneurship, *venture capital* networks, and reinvestment decisions. **Journal of International Entrepreneurship**, v. 10, n. 1, p. 1-24, 2012.

KHANNA, N.; MATHEWS, R. D. Can herding improve investment decisions? **Rand Journal of Economics**, v. 42, n. 1, p. 150-174, Spr 2011.

KNOCKAERT, M.; CLARYSSE, B.; WRIGHT, M. The extent and nature of heterogeneity of *venture capital* selection behaviour in new technology-based firms. **R & D Management**, v. 40, n. 4, p. 357-371, Sep 2010.

KO, C. C.; LIN, T. T.; YANG, C. The *venture capital* entry model on game options with jump-diffusion process. **International Journal of Production Economics**, v. 134, n. 1, p. 87-94, Nov 2011.

KOLLMANN, T.; KUCKERTZ, A. *Evaluation* uncertainty of *venture capitalists'* investment criteria. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 7, p. 741-747, Jul 2010.

KOLYMPIRIS, C.; KALAITZANDONAKES, N.; MILLER, D. Spatial collocation and *venture capital* in the US biotechnology industry. **Research Policy**, v. 40, n. 9, p. 1188-1199, 2011.

LEHTONEN, O.; LAHTI, T. The role of advisors in the *venture capital* investment process. **Venture capital**, v. 11, n. 3, p. 229-254, 2009.

LI, Y.; MAHONEY, J. T. When are *venture capital* projects initiated? **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 239-254, Mar 2011.

LIN, J. et al. Research on Optimization and Classification of the Venture. **Systems Engineering Procedia**, v. 2, n. 0, p. 163-170, 2011.

LU, Z.; SHEN, Y. The study on *venture capital* project appraisal using AHP-fuzzy comprehensive *evaluation* methods. **International Journal of Advancements in Computing Technology**, v. 3, n. 8, p. 50-56, 2011.

LUTZ, E. et al. Importance of spatial proximity between *venture capital* investors and investees in Germany. **Journal of Business Research**, 2012.

MA, W. Research on portfolio optimization of agricultural intellectual property promotion engineering projects. **Systems Engineering Procedia**, v. 2, n. 0, p. 324-330, 2011.

MANTELL, E. H. A probabilistic theory of entrepreneurial financing. **Annals of Economics and Finance**, v. 9, n. 1, p. 179-199, May 2008.

MASINI, A.; MENICHELLI, E. The impact of behavioural factors in the renewable energy investment decision making process: Conceptual framework and empirical findings. **Energy Policy**, v. 40, p. 28-38, Jan 2012.

MASON, C. M.; KWOK, J. Investment readiness programmes and access to finance: A critical review of design issues. **Local Economy**, v. 25, n. 4, p. 269-292, 2010.

MATUSIK, S. F.; GEORGE, J. M.; HEELEY, M. B. Values and judgment under uncertainty: evidence from *venture capitalist* assessments of founders. **Strategic Entrepreneurship Journal**, v. 2, n. 2, p. 95-115, 2008.

MBHELE, T. P. The study of *venture capital* finance and investment behaviour in small and medium-sized enterprises. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 15, n. 1, p. 94-111, 2012.

MESSICA, A. The *valuation* of cash-flowless high-risk ventures. **Journal of Private equity**, v. 11, n. 2, p. 43-48, 2008.

MEULEMAN, M.; DE MAESENEIRE, W. Do R&D subsidies affect SMEs' access to external financing? **Research Policy**, v. 41, n. 3, p. 580-591, Apr 2012.

MUELLER, C.; WESTHEAD, P.; WRIGHT, M. Formal *venture capital* acquisition: can entrepreneurs compensate for the spatial proximity benefits of South East England and 'star' golden-triangle universities? **Environment and Planning A**, v. 44, n. 2, p. 281-296, 2012.

MUNARI, F.; TOSCHI, L. Do *venture capitalists* have a bias against investment in academic spin-offs? Evidence from the micro- and nanotechnology sector in the UK. **Industrial and Corporate Change**, v. 20, n. 2, p. 397-432, Apr 2011.

MURNIEKS, C. Y. et al. 'I Like How You Think': Similarity as an Interaction Bias in the Investor-Entrepreneur Dyad. **Journal of Management Studies**, v. 48, n. 7, p. 1533-1561, Nov 2011.

NADEAU, P. *Venture capital* investment selection: do patents attract investors? **Strategic Change**, v. 19, n. 7-8, p. 325-342, 2010.

NOFSINGER, J. R.; WANG, W. C. Determinants of start-up firm external financing worldwide. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 9, p. 2282-2294, Sep 2011.

ORTÍN-ÁNGEL, P.; VENDRELL-HERRERO, F. Why do university spin-offs attract more *venture capitalists*? **Venture capital**, v. 12, n. 4, p. 285-306, 2010.

PATZELT, H. CEO human capital, top management teams, and the acquisition of *venture capital* in new technology ventures: An empirical analysis. **Journal of Engineering and Technology Management - JET-M**, v. 27, n. 3-4, p. 131-147, 2010.

PAYNE, G. T. et al. The Deal Structuring Stage of the *Venture capitalist* Decision-Making Process: Exploring Confidence and Control. **Journal of Small Business Management**, v. 47, n. 2, p. 154-179, Apr 2009.

PONTIKES, E. G. Two Sides of the Same Coin: How Ambiguous Classification Affects Multiple Audiences' *Evaluations*. **Administrative Science Quarterly**, v. 57, n. 1, p. 81-118, Mar 2012.

REZAEI, J.; ORTT, R.; SCHOLTEN, V. Measuring entrepreneurship: Expert-based vs. data-based methodologies. **Expert Systems with Applications**, v. 39, n. 4, p. 4063-4074, Mar 2012.

ROSIELLO, A.; PARRIS, S. The patterns of *venture capital* investment in the UK bio-healthcare sector: The role of proximity, cumulative learning and specialisation. **Venture capital**, v. 11, n. 3, p. 185-211, 2009.

SANDER, P.; KÕOMÄGI, M. *Valuation* of private companies by estonian *private equity* and *venture capitalists*. **Baltic Journal of Management**, v. 2, n. 1, p. 6-19, 2007.

SCHEELA, W.; ISIDRO, E. S. *Private equity* investing in the Philippines: Business angel vs. *venture capitalists*. **Journal of Private equity**, v. 11, n. 2, p. 90-99, 2008.

SCHERTLER, A.; TYKVOVÁ, T. What lures cross-border *venture capital* inflows? **Journal of International Money and Finance**, v. 31, n. 6, p. 1777-1799, 2012.

SCHWARZKOPF, J.; LÉVESQUE, M.; MAXWELL, A. How entrepreneurs-in-residence increase seed investment rates. **Venture capital**, v. 12, n. 1, p. 65-81, 2010.

SMOLARSKI, J.; WILNER, N.; YANG, W. The use of financial information by *private equity* funds in evaluating new investments. **Review of Accounting and Finance**, v. 10, n. 1, p. 46-68, 2011.

STANKEVIČIENE, J.; ŽINYTE, S. *Valuation* model of new start-up companies: Lithuanian case. **Naujai isteigtų imonių vertinimo metodai: Lietuvos atvejis**, v. 12, n. 4, p. 379-389, 2011.

STRAUSZ, R. Entrepreneurial Financing, Advice, and Agency Costs. **Journal of Economics & Management Strategy**, v. 18, n. 3, p. 845-870, Fal 2009.

VALLIERE, D. *Venture capitalist signaling of screening skill*. **Journal of Private equity**, v. 14, n. 2, p. 86-99, 2011.

VALLIERE, D.; PETERSON, R. When entrepreneurs choose VCs: Experience, choice criteria and introspection accuracy. *Venture capital*, v. 9, n. 4, p. 285-309, 2007.

VAN DEVENTER, B.; MLAMBO, C. Factors influencing *venture capitalists'* project financing decisions in South Africa. **South African Journal of Business Management**, v. 40, n. 1, p. 33-41, Mar 2009.

WALSH, S. T.; LINTON, J. D. The Strategy-Technology Firm Fit Audit: A guide to opportunity assessment and selection. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 78, n. 2, p. 199-216, Feb 2011.

YAZDIPOUR, R. What can *venture capitalists* and entrepreneurs learn from behavioral economists? **Strategic Change**, v. 18, n. 7-8, p. 241-247, 2009.

YUNG, C. Entrepreneurial Financing and Costly Due Diligence. **Financial Review**, v. 44, n. 1, p. 137-149, 2009.

ZHANG, X. Study on *Venture capital* Investment Risk Avoiding Base on Option Pricing in Agricultural Production and Processing Enterprises. **Physics Procedia**, v. 33, n. 0, p. 1580-1587, 2012a.

_____. *Venture capital* Investment Base on Grey Relational Theory. **Physics Procedia**, v. 33, n. 0, p. 1825-1832, 2012b.

_____. *Venture capital* Investment Selection Decision-making Base on Fuzzy Theory. **Physics Procedia**, v. 25, n. 0, p. 1369-1375, 2012c.

ZHOU, J. Research on appraisal model of *venture capital* investing project based on high-tech outcome transformation with uncertain linguistic information. **Advances in Information Sciences and Service Sciences**, v. 4, n. 1, p. 224-229,

ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. *Private equity* and *venture capitalists'* investment criteria in the Czech Republic. **Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis**, v. 58, n. 6 PART 2, p. 641-652, 2010.