FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MARCOS BARCELLOS DA CUNHA E SILVA

Investidor e Investido:
o processo decisório no *matching* entre *Venture Capitals* e *Start-ups* no Brasil

SÃO PAULO
2013

MARCOS BARCELLOS DA CUNHA E SILVA

Investidor e Investido:

o processo decisório no *matching* entre *Venture Capitals* e *Start-ups* no Brasil

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento: Estratégia

Orientador: Prof. Dr. Gilberto Sarfati

SÃO PAULO

2013

Silva, Marcos Barcellos da Cunha.
Investidor e Investido: o processo decisório no matching entre Venture Capitals e Start-ups no Brasil / Marcos Barcellos da Cunha e Silva. - 2014.
74 f.

Orientador: Gilberto Sarfati
Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Capital de risco. 2. Empreendedorismo. 3. Empresas novas - Brasil. I. Sarfati, Gilberto. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 336.767

MARCOS BARCELLOS DA CUNHA E SILVA

Investidor e Investido:

o processo decisório no *matching* entre *Venture Capitals* e *Start-ups* no Brasil

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento: Estratégia

Data de aprovação:

12/12/2013

Banca examinadora:

Prof. Dr. Gilberto Sarfati (Orientador)

FGV-EAESP

Prof. Dr. Tales Andreassi

FGV-EAESP

Prof[a]. Dra. Vânia Nassif

UNINOVE

À minha esposa,

Paula Brumatti Lampier Barcellos,

a quem amo e com quem compartilho esta jornada intensa que é a vida.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço ao grande espírito, Deus, que nos preenche de forças e nos apresenta incentivos que muitas vezes não conseguimos entender. Devemos aceitar que somos parte da sua Obra.

Agradeço em especial a minha querida esposa, minha melhor amiga, companheira de todas as horas. Leca, você aceitou as condições necessárias para que eu conseguisse vencer mais esta etapa, te amo!

Aos meus pais (Marcos da Cunha e Silva e Maria José Barcellos da Cunha e Silva) e à minha família (irmã, cunhado, afilhadas, compadres, comadres, sogro e sogra e cunhada-irmã,) que preenche minha vida de alegria. Sempre presente e prestando apoio nos momentos difíceis e nas escolhas do dia-a-dia. Sei que torcem de forma incondicional pelo meu sucesso como uma pessoa saudável e do bem.

Aos amigos ausentes. Estive distante e faltei aos vários eventos a fim de alcançar mais este objetivo, sei que sempre torcem e brindam comigo a cada conquista.

Aos colegas e amigos de trabalho que tiveram de dividir comigo as angústias, as preocupações, a falta de sono. Enfim, aceitaram o desafio comigo. Muito obrigado!

Aos Professores do MPA (FGV-EAESP) que nos colocam em xeque e nos fazem conhecer limites pessoais em outros momentos nunca explorados.

Ao Professor Gilberto Sarfati que prontamente aceitou este desafio da pesquisa. O assunto era inédito e desafiador para mim. Por isso, agradeço pela confiança.

Aos Professores Tales Andreassi e Vânia Nassif que atenderam prontamente ao convite para comporem a banca, e me apoiaram com críticas para elaboração deste trabalho.

Agradeço aos profissionais das VCs e das *start-ups* que conheci e entrevistei ao longo da elaboração deste trabalho. Fiquei impressionado com a cordialidade e com a capacidade intelectual de todos. Obrigado pelo tempo despendido em apoiar este trabalho e sucesso em seus empreendimentos!

Agradeço ao apoio e confiança dos amigos e colegas da Turma do MPA 2011 que me confiaram a representação dessa honrada turma. Com certeza, a melhor turma da história da Escola!

Agradeço também à equipe de coordenação do MPA 2011, representada pela Prof$^{a.}$ Marina Heck, quem sempre ponderou as várias solicitações feitas pela turma. Obrigado pelo apoio e paciência da sua equipe.

RESUMO

O acesso ao capital por empreendedores em *start-ups* está tradicionalmente fundamentado na indústria de *Venture Capital* (VC). Nos países emergentes, incluindo o Brasil, foi somente na última década que essa indústria passou a ter uma importância relativa maior às outras fontes de capital disponíveis. Ocorreu que a indústria passou a contar com a migração de fundos estrangeiros tradicionais atraídos pelo potencial de crescimento, pelas oportunidades de novos negócios e incentivos governamentais nesses países. Dessa forma, pode-se considerar que o desenvolvimento da indústria de VC é algo relativamente embrionário no Brasil. Este estudo tem como objetivo principal identificar quais foram os fatores determinantes para que os investidores (*Venture Capital*) e os investidos (*start-up*) decidissem por desenvolver uma sociedade em determinado negócio, sob o contexto institucional brasileiro. A pesquisa qualitativa foi realizada pela abordagem exploratória, a partir de entrevistas em profundidade (quatorze, no total) com investidores e investidos brasileiros que já haviam realizado uma sociedade há até dois anos. As entrevistas totalizaram nove *matchings*, ou pares de investidores e investidos num negócio. Os resultados oriundos dessas entrevistas demonstraram padrões e processos muito similares aos estudados nos países em que essa indústria é considerada desenvolvida. Os dados demonstram, porém, que no Brasil, como em outros países emergentes, a questão do relacionamento entre investidor e investido representa o principal fator para a realização de um negócio entre as partes. Além disso, indica que o relacionamento interpessoal representa um peso maior quando comparado aos outros fatores identificados na pesquisa.

Palavras-chave: *Venture Capital* no Brasil. Empreendedorismo. Estratégia das *Start-up*s. Empresas brasileiras inovadoras. Empreendimento de alto-impacto.

ABSTRACT

Start-up companies funding is traditionally grounded in the *Venture Capital* industry. Emerging markets, such as Brazil, have become more relevant in this industry only in the last ten years. It occurred that the industry has come to rely on migration from traditional foreign funds attracted by the growth potential for new business opportunities and government incentives in these countries. Thus, one should consider that VC development is something relatively new in Brazil. This study aims to identify which were the determining factors for investors (Venture Capital) and invested (start-up) decided to develop a society in certain business taking into consideration the Brazilian institutional context. The study was conducted by the exploratory approach, thru in-depth interviews (fourteen in total) with Brazilian investors and invested companies who had previously undergone society for up to two years. The interviews occurred in nine matchings, or pairs of investors and invested in a same business. The results arising from these interviews showed very similar patterns and processes to previous researches in countries where this industry is considered developed. The data shows, however, that in Brazil, like other emerging countries, the question of the relationship between investor and invested is the key-factor for a deal, also indicates a higher weight compared to other decision factors identified in this research.

Key-Words: *Venture Capital* in Brazil. Entrepreneurship. "*Start-up*s" strategy. Innovation. Brazilian high-growth companies.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 09

2 REFERENCIAL TEÓRICO 13

2.1 O empreendedorismo de alto impacto e as 'gazelas' 13

2.2 A *Venture Capital* 16

2.3 Os fatores de decisão para o matching (visão do investidor e do investido) 19

2.4 A Teoria Institucional e o processo decisório para formação de um negócio entre VC*s* e *start-ups* 27

3 METODOLOGIA 31

3.1 Estudo de Caso 31

3.2 Coleta de dados 31

3.3 A escolha da amostra 32

3.4 Análise dos Dados 34

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS 35

4.1 O Processo de decisão: perspectiva da gestora (VC) 35

4.1.1 Busca por negócios 37

4.1.2 Pré-Seleção 39

4.1.3 Início do relacionamento 40

4.1.4 Negociação 41

4.1.5 Formalização prévia 42

4.1.6 Apresentação aos investidores 42

4.1.7 Aprovação 43

4.1.8 Due diligence 43

4.1.9 Elaboração dos documentos finais 44

4.1.10 Assinatura dos documentos finais 44

4.1.11 Aporte de Capital 44

4.2 Fatores para tomada de decisão da VC 45

4.2.1 O empreendedor e sua equipe: o fator mais importante do processo de escolha pela VC 48

4.3 Processo de decisão: perspectiva do empreendedor (*start-up*) 49

4.4 Os Fatores da tomada de decisão do empreendedor 53

4.5 O contexto institucional Brasileiro e a influência nas etapas 57

5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS 64

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 67

7 ANEXOS 71
7.1 A – Roteiro de Entrevistas para Empreendedores (*Start-up*) 71
7.2 B – Roteiro de Entrevista Gestoras (*Venture Capital*) 73

1 INTRODUÇÃO

O propósito desta pesquisa é o de entender como ocorre o *matching* de investimento na perspectiva do investidor (*Venture Capitals*) e do investido (empreendedores em *Start-ups*).

Considerando que a indústria de PE/VC (*Venture Capital* e *Private Equity*) no mundo desenvolvido tenha em torno de 70 anos, no Brasil é algo relativamente novo com, aproximadamente, 20 anos de atuação. Especificamente as VCs, segmento da indústria de *Private Equity*, só possuem atuação expressiva no Brasil na última década. Ou seja, é uma indústria relativamente jovem no ambiente de negócios brasileiro. Foi também ao longo das últimas décadas que os conceitos de *Private Equity* e *Venture Capital* foram se delineando. Este último, como define Ramalho, Furtado e Lara (2011), é "uma participação acionária em empresas inovadoras, num estágio inicial de desenvolvimento e de alto potencial de crescimento".

Como sugerem Zacharakis, Macmullen e Shepherd, (2007), as informações incluídas na política de decisão das VCs seriam as mesmas para as diversas economias. Porém, "a extensão com que cada informação é enfatizada é determinada parcialmente pela instituição econômica em que o *decision-maker* opera". A partir dessa visão, para o caso institucional brasileiro também os fatores considerados pelas VCs seriam os mesmos. Porém, como se trata de uma "economia emergente" e com instituições relativamente menos desenvolvidas, a importância dada a cada fator será diferente se comparado com outro país de economia desenvolvida.

Por outro lado, o empreendedor de *start-up,* aquele indivíduo que se dispõe a "arriscar-se" num negócio próprio de alto impacto, deveria apresentar fatores de decisão racionais também muito similares aos estudos que tratam desse perfil. Por exemplo, Botelho e Jonathan (2006) afirmam que a escolha envolve outros fatores que não somente a necessidade por aporte de capital. Em realidade, o capital *per si* aparece somente na quinta posição dos fatores mais relevantes na ótica da *start-up*. Porém, o ambiente institucional brasileiro e a relativa juventude da indústria de VC no Brasil levam a se inferir que diferentes resultados podem surgir, incluindo visões distintas e/ou distorcidas sobre o papel das VCs.

É diante dessa ótica específica das partes, que este estudo se propõe a pesquisar o processo decisório que leva às *Venture Capitals* e os empreendedores de "*Start-up*" a efetivarem um *matching*, tornando-se sócios em determinado negócio.

Dado que não foram encontrados, no referencial pesquisado, trabalhos que discutam a questão a partir do *matching* entre as partes, o método empregado na pesquisa é o exploratório. A partir de entrevistas semi-estruturadas, propõe-se a examinar o processo de decisão desses dois indivíduos, no ambiente institucional brasileiro. Em suma, como objetivo geral, a pergunta a ser respondida pela pesquisa é:

Considerando o contexto institucional brasileiro, quais são os principais fatores de decisão nas óticas do investidor (VC) e do investido (*start-up*) que foram considerados para efetivação do *matching* na formação da sociedade empresarial?

Também é propósito desta pesquisa explorar as seguintes contribuições (objetivos específicos):

i) descrever o processo estruturado de investimento das VCs brasileiras (da busca ao aporte);

ii) descrever os fatores estruturados da decisão das VCs e das *Start-up*s brasileiras;

iii) fornecer informações para apoiar o processo decisório, principalmente dos empreendedores nas suas escolhas estratégicas;

iv) servir às VCs como fonte de pesquisa na revisão de suas estratégias no ambiente brasileiro, onde o papel das VCs ainda carece de esclarecimento e as instituições são menos desenvolvidas;

Dessa forma, no capítulo 2, o trabalho apresenta o Referencial Teórico. Trata-se da revisão da extensa pesquisa já publicada sobre a indústria VC e as *start-up*s no mundo. Além disso, apresentam-se, nessa seção, os artigos que tratam de alguma maneira o processo decisório dos investidores e dos investidos, separadamente. Como complemento, foram tratados também os estudos que discutem essa relação em países desenvolvidos e emergentes, ou seja, sob óticas institucionais diferentes.

Na seção seguinte, capítulo 3, “Metodologia”, explica-se o método utilizado na elaboração desta pesquisa qualitativa. Destacam-se nos procedimentos da pesquisa o estudo de caso e o processo de saturação, explicados em mais detalhes na própria seção.

No capítulo 4, “Discussão dos resultados”, o trabalho abordará os resultados das entrevistas, primeiro das VCs e, em seguida, das *start-ups*. A partir desses resultados é que se propõe a descrição dos processos decisórios das duas óticas, sob o contexto institucional brasileiro.

Por fim, no capítulo 5, “Conclusão”, retomam-se os objetivos (geral e específicos) do trabalho e como esses foram alcançados com a pesquisa. Também, apontam-se as limitações do estudo e as recomendações para futuros trabalhos e pesquisas nessa área.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O objetivo deste capítulo é de fundamentar a pesquisa, por meio da literatura relevante sobre os dois conceitos básicos estudados: 1) a indústria de *Venture Capital* (VC) e, 2) o empreendedorismo de alto impacto. À luz desses conceitos, atenção especial será prestada aos estudos relacionados aos fatores de decisão das partes (VC*s* e empreendedores) quando buscam a realização de um negócio em conjunto.

Na primeira seção do capítulo, há um breve relato histórico sobre o empreendedorismo, onde se especificam conceitos importantes sobre esse tema e, em particular, o empreendedor de alto impacto e a realidade brasileira para essa característica de negócio. Discutem-se também, os principais fatores de decisão do empreendedor de alto impacto ao escolher uma VC para participar de seu negócio.

A segunda seção faz uma abordagem cronológica da formação da indústria de VC no mundo, até se chegar à abordagem específica da atuação dessa no Brasil. Ainda nessa seção, há uma discussão, a partir de vários autores, a respeito do processo decisório, agora sob a perspectiva das VCs. Ao fim da seção, apresenta-se uma visão combinada das decisões individuas (VCs e empreendedores) com foco no processo de colaboração entre as partes.

Na terceira e última seção, discute-se a influência institucional aos processos decisórios. Explica-se sua relevância como pano de fundo para se discutir as mudanças observadas no processo decisório dos empreendedores e, principalmente, das VCs, quando esses indivíduos atuam em sistemas institucionais diferentes.

2.1 O empreendedorismo de alto impacto e as “gazelas”

A visão de Schumpeter (1982) do “empresário inovador” é a base conceitual emprestada para este trabalho ao se definir o empreendedor. Ou seja, entende-se como empreendedor aquele indivíduo capaz de enxergar oportunidades e desenvolver um negócio a partir delas, ainda que não disponha de capital próprio. Em suma, o conceito do “empresário inovador” consegue explicar a evolução da ideia de empreender nos dias atuais.

Na era capitalista, para Schumpeter (1982), o empreendedor é o indivíduo impulsionador da economia, pois seus projetos tratam o capital como base à realização de atividades econômicas e transformação de produtos e serviços.
Ainda a fim de se complementar o conceito do "empreendedor", Cable (1997, p. 144) trata de seus conhecimentos "específicos":

> Empreendedores especializam-se em desenvolver dois tipos de conhecimento. Primeiro o estado de alerta para oportunidades ainda não exploradas e experiência de trabalho para combinar recursos tangíveis e intangíveis para explorar essas oportunidades de uma maneira novel fashion (apud KIZNER, 1973). Segundo, empreendedores se especializam no dia-a-dia do desenvolvimento de novas atividades de negócios. (apud MAC MILLAN et al., 1989, tradução nossa)

Além de uma visão voltada para as oportunidades de inovação, há um perfil definido para a gestão de negócios e administração das atividades do dia-a-dia.

Dessa forma, para este trabalho, parte-se desse conceito mais amplo para se introduzir o conceito de "empreendedorismo de alto-impacto" (do inglês, "*high-growth entrepreneurship*"). Um conceito padrão aceito é definido pela. Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (OECD) (2012) que classifica como negócio de alto-impacto aquelas empresas que possuem crescimento médio anualizado maior do que 20% a.a. por um período de três anos e com, no mínimo, dez funcionários no período de análise. Assim, pode-se resumir que crescimento ou impacto é medido por número de empregados e resultado da empresa.

Mesmo que o conceito da OECD seja considerado uma referência, Audrestch (2012) diz que esse conceito faz um contraste com o mais tradicional de empresas "gazelas". Segundo o autor, trata-se "de todas as empresas com até 5 anos de idade com crescimento anualizado maior do que 20% ao ano, por um período de 3 anos e, com 10 ou mais empregados no início da observação". Neste conceito, a idade ou fase da empresa é levada em consideração para classificar uma empresa de alto-impacto.

Para este trabalho, além de se tratar especificamente do grupo de empresas de alto-impacto, o foco está nas *start-ups*, definido pelo ciclo de vida da empresa, conforme Quadro 1, abaixo.



Quadro 1 - Ciclo de Vida da Empresa
Fonte: RAMALHO, FURTADO e LARA (2011, p.70, apud GBB, 2010)[1]

As *start-ups* são as empresas que estão nas fases iniciais de "arranque" e/ou "desenvolvimento" e, por isso, apresentam características específicas de uma empresa ainda em formação. Em outras palavras, o objeto de estudo deste trabalho está focado na fase de *start-up* de empresas de alto-impacto, que é tradicionalmente conceituado como "gazelas", por estarem numa fase inicial. São essas empresas, segundo Timmons e Bygrave (1986), que possuem na essência o processo de inovação e são as idealizadoras de rupturas de paradigmas tecnológicos e de modelos de negócio existentes e, dadas essas características, possuem alto risco inerente.

Importante notar que, ao longo deste trabalho, usa-se o termo *start-up* para se referir de forma simplificada às empresas em estágio inicial com alto potencial de crescimento.

Na história, algumas empresas bem conhecidas do mercado mundial foram em algum momento consideradas "gazelas", como exemplo: Apple Computer, Intel, Federal Express, Lotus Development, Compaq, Digital Equipment Corporation, and Microsoft (SAHLMAN, 1990). No Brasil, pode-se citar mais recentemente as empresas Buscapé, Netshoes e Dafiti.

1 GBB (2010) O Processo [Online] Disponivel: http://www.globalbusinessbrokers.eu [23 Nov 2010].

2.2 A *Venture Capital*

Como afirmam Gompers e Lerner (1998), muitas empresas requerem um substancial volume de capital para financiarem o crescimento. Especificamente as empresas inovadoras e em fase de *start-ups* (as gazelas) são, na sua maioria, caracterizadas por ativo intangível e o alto grau de incerteza, o que amplia a percepção de risco do negócio. Como consequência, "a incerteza tremenda e a assimetria informacional poderão fazer a *Venture Capital* a única fonte potencial de financiamento." (GOMPERS; LERNER, 1998, p.151, tradução nossa)

Esses empreendedores deverão, na maior parte das vezes, necessitar de financiamento para desenvolverem suas ideias inovadoras e terem capacidade de escalá-las, tornando-as de fato de alto impacto, como previsto. Entram em cena para cobrir essa (e outras) lacuna (s) as *Venture Capitals* (VCs), parte da indústria de fundos VC/PE, como pontua Ramalho:

> *Private Equity* refere-se, portanto, em sua definição estrita, a investimentos em participações acionárias (equity) de empresa de capital fechado (private) que: (i) ou não tem tamanho para acessar o mercado financeiro via instrumentos públicos (como o lançamento de ações em bolsa de valores) ou (ii) que já possui tamanho, mas ainda não está suficientemente preparada para ter o seu capital aberto ao público.
>
> Os investimentos de *Private Equity* são tradicionalmente divididos em *Venture Capital* e Buyout, em que o primeiro se refere às participações minoritárias em empresas em estágios iniciais e o último às aquisições de controle acionário em empresas nos estágios mais maduros. Ou seja, *Venture Capital* é um tipo de investimento de *Private Equity* que, por sua vez, é um tipo de alternativo de investimento em ativo financeiro. (RAMALHO, 2011, p.75)

Afinal, como esse instrumento ajuda o desenvolvimento das *start-ups*?

Venture Capital per si é uma forma de investimento especializada e que desempenha um papel importante para o processo de empreendedorismo, conforme vários autores pesquisaram, como: Bruton, Ahlstrom e Puky (2009), Fitza, Matusik e Mosakowski (2009), Fried e Hisrich (1995), Macmillan (1985), Meade (1978), Timmons e Bygrave (1986), Tyebjee e Bruno (1984).

Como apontado nessas pesquisas, é de entendimento dos diversos autores que as *start-ups* vão necessitar do recebimento de aportes, principalmente, quando há um processo de geração de

inovação (como as indústrias de *software*, biotecnologia, farmacêuticas e outras), e quando a empresa estiver baseada em ativos intangíveis. Assim, as VCs atuam numa indústria de relevância, pois na "economia da informação" (SHAPIRO; VARIAN, 1999), as inovações e novas tecnologias são, na sua maioria, oriundas de empresas *start-ups* com grande potencial de crescimento.

Historicamente, os EUA são considerados o berço da indústria de *Venture Capital*. Sobre os idos da indústria, Meade (1978) menciona que "um dos maiores incentivos para o estabelecimento de *Venture Capitalists* na Inglaterra e nos EUA foi um investimento específico de grande sucesso". Gompers et al. (1998) ratificam ao mencionar que mesmo que algumas VCs tenham sido criadas e, durante a Segunda Grande Guerra, tenham investido em empresas emergentes de tecnologia, o marco histórico da formação de uma VC foi em 1946 com o fundo *American Research Development Corporation* (ARDC). O exemplo de sucesso do fundo iniciou-se com o aporte na empresa *Digital Equipment Company*, no valor de US$ 61,4 mil (valores da época), que, por fim, gerou a "Febre das VCs" (MEADE, 1978, p.43). Tratou-se de um caso de sucesso marcante, pois o resultado foi um crescimento médio de 88% ao ano até 1971, quando o valor da empresa já atingia US$ 428 milhões.

Após as décadas de 60 e 70, quando o número de fundos e investimentos ainda era limitado, o investimento das VCs passou a um novo patamar, quando se formaram os primeiros fundos na forma de "sociedades limitadas" como veículos para captação. Além disso, as isenções tributárias e os incentivos para que fundos de pensão investissem em VCs fizeram com que a indústria prosperasse. Com o passar dos anos, a indústria foi amadurecendo e ampliando em representatividade. Porém, ainda era o início de uma indústria que por sua natureza de risco sofria da carência de políticas e instituições próprias. Por isso, o que contribuiu nos anos seguintes (anos 80 e 90) para o desenvolvimento da indústria foi o seu entendimento e a criação de instituições que fomentassem essa modalidade de investimento.

Além de crescer em volume e importância econômica, ao longo de sua história, a indústria de VC também passou a ser considerada de grande importância no fomento da inovação e do desenvolvimento econômico, motivo pelo qual passou a ser observada com mais atenção pelos governos. Esses, por sua vez, desenvolveram instituições que apoiassem as VCs

diretamente. Vários estudos sobre a importância da indústria foram pesquisados e relatam o papel das VCs para o fomento tecnológico.[2]

Em meados dos anos 80, a indústria se aproveitou do *boom* de capital, e segundo Bygrave, a indústria se especializou e diversificou (TIMMONS, BYGRAVE, 1986). Mesmo com a crise da década, os valores dos fundos alcançavam US$ 2.5 bilhões.

Também nos anos 80, surgiram fundos (VCs) em outros países desenvolvidos como Inglaterra, Suécia, Itália, França. A partir daí, desenvolveu-se uma indústria importante para o fomento da economia e da inovação, como já acontecia com os EUA.

Em resumo, ao longo da sua história, as VCs foram fortalecendo sua vocação como instrumentos financeiros responsáveis pela capitalização de empreendimentos em suas fases iniciais. Conforme a explicação de Fitza (2009, p.389, tradução nossa), "as VCs captam dinheiro de investidores externos, como investidores institucionais, e injetam este capital num fundo de VC. Os gestores do fundo VC, por sua vez, investem num portfólio de empresas." Conforme o mesmo autor, as VCs podem atuar na fase inicial, muitas vezes fazendo o primeiro aporte para crescimento da *start-up*.

No Brasil, vimos, com a estabilidade econômica ocorrida nos idos dos anos 90, um ambiente propício para o desenvolvimento de oportunidades ao empreendedor. Com a estabilidade há uma consequente redução das incertezas, que para o empreendedor é fator chave para o entendimento e determinação dos riscos do seu negócio. Além disso, foi visto, ao longo dos anos, o processo de evolução das instituições econômicas que, segundo Zacharakis, Macmullen e Shepherd, (2007), "representam as 'regras do jogo', que provêm incentivos e reduzem incertezas ao acessar os custos de transação como: custos de se proteger direitos, de se policiar e de se obrigar a aplicação dos acordos" (tradução nossa).

Para o desenvolvimento das VCs e de um ambiente mais propício às *start-ups*, o governo brasileiro desenvolveu políticas próprias de financiamento, como é o caso da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), empresa pública de fomento à ciência, tecnologia e inovação. Ao criar o programa INOVAR em 2001, contribuiu para consolidar a indústria de VCs no Brasil e o fomento de empreendedorismo de alto-impacto.

---

[2] (ONORATO, 1997; ROMAIN e POTTERIE, 2004). Dados do GEM 2012 em http://www.gemconsortium.org/docs/2645/gem-2012-global-report, (acessado em 05/05/2013). Dados http://www.ey.com/BR/pt/Industries/Private-Equity (acessado em 07/06/2013)

Hoje, esses e outros programas da própria FINEP ou de outras fontes governamentais (BNDES, MCTI, entre outras) incrementam a indústria de VCs e o financiamento às *start-ups*.

2.3 Os fatores de decisão para o *matching* (visão do investidor e do investido)

Apesar de ser considerado um instrumento financeiro, as VCs não se resumem a apoiar o empreendedor exclusivamente pela capitalização da *start-up*. Como afirmam Botelho e Jonathan (2006) em sua pesquisa, os principais fatores que determinam a decisão dos empreendedores quando escolhem uma VC são, por ordem de importância:

1- Parceria no planejamento estratégico
2- Renovação estratégica
3- Crescimento de curto prazo
4- Conformidade com as tendências do mercado
5- Falta de alternativas de financiamento
6- Ganhos pessoais

Ou seja, a questão de uma alternativa financeira aparece na quinta posição do *ranking* da pesquisa, o que indica que outros fatores ligados à estratégia são mais importantes do que o próprio capital.

Hsu (2004) demonstra empiricamente que a oferta de um financiamento por uma VC de boa reputação tem três vezes mais chances de ser aceita do que uma sem reputação. São os ganhos de credibilidade e de *Networking*. Ou seja, se há diferenciação entre VCs, não se pode considerar que o capital represente algum diferencial. Além disso, a pesquisa mostra que as melhores VCs acabam recebendo desconto das *start-ups* na formação do preço (*valuation*) para definição do aporte de capital.

Sobre a importância do preço do empreendimento Hsu (2004) explica:

> O preço que as VCs pagam para adquirir o capital da *start-up* é importante para ambos, empreendedores e VCs. Para os empreendedores, o *valuation* que é recebido em uma rodada de financiamento determina quanto do capital

> da empresa é vendido por um determinado montante de aporte de capital e pode ter implicações no controle da empresa. VCs também se importam com o preço. Em um evento de liquidez, VCs ganham a diferença entre o preço da ação no dia e o preço que foi pago para adquirir o capital da *start-up*. Interessantemente, Megginson e Weiss (apud, 1991, p. 883) descrevem a noção que empreendedores podem ter de comprometerem o *valuation* para "pagar" pela certificação da VC. (HSU, 2004, p. 1809, tradução nossa)

À luz dessas pesquisas, pode-se inferir que o papel das VCs está longe de terminar com o aporte de capital numa *start-up*. Ainda como pontuam Fried e Hisrich (1995, p.102), "em adição à injeção de fundos, VCs podem adicionar uma variedade de outros recursos, como serviços operacionais, rede de contato e suporte moral." Mais à frente complementam a lista com imagem (ou reputação), conhecimentos gerais de negócios e disciplina.

De forma consolidada, pode-se apontar a experiência, o conhecimento e o *Networking* como diferenciais a serem explorados em maior ou menor intensidade por VCs e empreendedores. Soresen (2007), por exemplo, em sua pesquisa demonstra como as VCs mais experientes acabam por atrair mais empreendedores. Já Cable e Shane citam outros autores e resume a "especialidade" das VCs:

> As VCs especializam-se em criar rede de relacionamento entre instituições e indivíduos para reduzir o custo de acesso ao capital, para buscar clientes e fornecedores, e para estabelecer a credibilidade dos mesmos (apud, Lam, 1991; MacMillan et al., 1989; Sahlman, 1990). VCs também aconselham e monitoram *start-up*s, ajudando o empreendedor a formular e ter aderência à sua estratégia de negócios, e identificam os gestores apropriados para a empresa (apud, Steier & Greenwood, 1995). (CABLE; SHANE, 1997, p.144, tradução nossa)

Especificamente ao falar do papel das VCs junto às empresas de tecnologia de alto impacto, Timmons e Bygrave (1986) afirmam terem observado que há um "efeito de aceleração" oriundo do envolvimento das VC*s* na "criação" das *start-ups*. Em suma, esses fatores deverão influenciar a decisão de escolha das *start-ups* pela VC de preferência.

Ainda que o papel da VC extrapole a visão única de aporte de capital, Botelho e Jonathan (2006) constataram em sua pesquisa que há por parte dos empreendedores brasileiros uma tendência de se gerar "mal entendidos a respeito da natureza e papel" das VCs. Esse fato

coloca uma questão importante quanto às expectativas dos empreendedores ao realizarem a parceria. O empreendedor pode considerar que as VCs serão fontes seguras de recursos (administrativos e financeiros), sem levar em conta que estão assinando um contrato em que as próprias VCs terão participação ativa no controle das empresas e em algumas ações estratégicas da administração. Pode-se inferir que a baixa maturidade da indústria no país seja o principal fator contribuinte para esta visão limitada.

Seguindo o conceito do papel da VC, além da óbvia injeção de capital, no estudo de Amit (1990) há um questionamento importante quanto à escolha dos empreendedores por buscar o aporte via VCs. Será que há de fato valor na relação com a VC? Também em Fitza (2009), a pergunta principal é o próprio título da pesquisa – "As VCs são importantes?". O autor conclui dizendo que VCs fazem diferença, mas o principal fator de sucesso é a empresa e seus recursos. Mesmo as situações de mercado podem explicar melhor os bons resultados da empresa do que o fato de ser investido por uma VC.

Se para os empreendedores experientes o objetivo pela busca de uma VC está além do aporte de capital, por outro lado, autores como Meade (1978) afirmam que o objetivo das VCs ao financiarem *start-ups* tem foco na racionalidade financeira de quanto maior é o risco, maior deverá ser o retorno para compensá-lo.

Partindo dessa visão, as VCs buscam em suas escolhas encontrar negócios que representem retornos acima da média de mercado e que reduzam ou mitiguem os riscos envolvidos.

Na essência, o foco nos riscos será o grande diferencial para o sucesso das escolhas de investimento de uma VC. Macmillan, Siegel e Narasimha (1985, p.119) afirmam que as VC*s* devem olhar o investimento a partir de 6 categorias de riscos: "risco de perder o investimento inteiro; risco de não conseguir uma saída de liquidez; risco de falha de implementação da ideia; risco competitivo; risco da falha do gerenciamento; e risco da falha de liderança."

Além dos riscos acima relacionados, há também exposição aos comportamentos oportunísticos por parte do empreendedor.

> Ao realizar o investimento, o *Venture Capitalist* se expõe aos riscos associados ao negócio (inovação) e à gestão da equipe empreendedora. Ambos os riscos são potencializados por assimetria de informações e de competências entre as partes. Dessa forma, tanto o *Venture Capitalist* quanto

> a equipe empreendedora enfrentam os problemas de agência, particularmente os de seleção adversa e risco moral. (ROBINSON; WASSERMAN,1999, p.100, tradução nossa)[3]

Os empreendedores em alguma medida conhecem melhor sobre sua capacidade de gestão e sobre seu negócio e, por isso, podem usar essa assimetria informacional a seu favor e de forma oportunista (seleção adversa e risco moral) como explicam Shane e Cable (2002). Os autores afirmam que de forma racional, para se evitar esse oportunismo, as VCs buscam contratos, estabelecer fases para capitalização e deslocamento do risco. Além disso, citam que os autores como Venkataraman defendem que o relacionamento (*social ties* e *social obligation*) serve para essa mitigação. Entende-se, a partir dos autores citados, que ambas visões econômicas e sociais devem ser consideradas para que a avaliação seja completa.

Com base nesse entendimento, quais seriam os principais fatores para que as VC*s* tomassem suas decisões de investimento? E, como as VC*s* trabalham para aumentarem suas chances de sucesso e mitigarem os riscos envolvidos no negócio?

Segundo Fried e Hirisch (1994), o processo decisório das VCs da forma como historicamente foram pesquisadas visavam estudar os critérios de decisão a partir da análise das etapas desse processo. Diferentemente, esses autores se apoiaram na visão processualista de análise. Eles justificam com a visão de Sandberg, Schweiger e Hofer (1988). que dizem:

> O processo decisório humano não pode ser estudado a partir das decisões finais. Os processos perceptivos, emocionais e cognitivos que por fim levam a escolha de uma alternativa na decisão deve também ser estudada se quisermos ter um entendimento adequado do processo decisório humano. (SANDBERG et al., 1988, tradução nossa).

[3] Milgrom e Roberts (1992, p.150) explicam "seleção adversa"como sendo um "problema de oportunismo pré-contratual", já que uma das partes, no caso deste trabalho, o empreendedor, conhece mais sobre si e sobre sua ideia do que a VC. Já "risco moral" é explicado pelos autores (1992, p. 167) como sendo uma "forma pós-contratual de oportunismo" que aparece por causa de ações que possuem consequências à eficiência, que não são livremente observáveis e, por isso, as pessoas (no caso o empreendedor) que tomarem essas ações podem estar buscando atenderem seus próprios interesses às custas de outros (no caso as VCs.)

Assim, Fried e Hirisch (1994) classificaram 15 (quinze) critérios comuns observados do ponto-de-vista da escolha do investimento pelas VCs que podem ser distribuídos conforme Quadro 2, abaixo:

Conceito do Negócio		Perfil da Gestão		Potencial de Retorno	
1	Potencial para ganhos de crescimento / expansão	5	A gestão deve demonstrar confiança e integridade	13	Deve possuir uma possibilidade de saída
2	Idéia de Negócio existente ou que pudesse ir ao mercado no curto prazo	6	A gestão deve demonstrar um histórico de bons resultados	14	Potencial para altas taxas de retorno
3	Conceito de negócio deve oferecer uma vantagem competitiva clara	7	O gestor deve ser realista. A noção de risco é muito importante.	15	O retorno absoluto também deverá ser alto
4	Deve possuir um requerimento de capital razoável	8	Trabalhar ardualmente, ser determinado		
		9	Ser flexivel		
		10	Entender do negócio		
		11	Experiência em liderar		
		12	Experiência em Gerência Geral		

Quadro 2 - Critérios Gerais – decisão VCs
Fonte: Adaptado de FRIED e HIRISCH, 1994, p.30 (tradução nossa).

Percebe-se pelos critérios, que a preocupação para a VC é conseguir coletar informações, reduzindo assimetria informacional e, por fim, ser capaz de decidir dentro de um processo em que o risco seja mais controlável.

Além desses critérios, os autores também propõem um modelo de etapas entre a escolha até o fechamento do negócio entre VCs e empreendedores, conforme consta no Esquema 1, abaixo.



Esquema 1 – Processo de Investimento das *Venture Capitals*
Fonte: FRIED e HIRISCH, 1994, p.31, (tradução nossa)

A criação de um processo padrão para escolha ajuda as VCs a coletar informações, gerar eficiência nas avaliações e mitigar alguns riscos pré-contratuais (seleção adversa). Porém, como afirma Sahlman (1990), lançar mão de um processo para apoiar a decisão de qual *start-up* investir não é suficiente para mitigar todos os riscos. Também em Bruton (2009,) destaca-se que além da "seleção do negócio", outras duas etapas são importantes ao modelo das VCs: "processo de monitoramento" e "processo de saída". Ou seja, após a escolha e o aporte, a VC já deve possuir mecanismos de incentivo e de punição para evitar o risco moral ou conflitos de interesses que possam aparecer.

Sahlman (1990) sugere que são, principalmente, os contratos entre VCs e empreendedores a forma de se regular essa relação. Em geral, esses autores afirmam que os contratos devem trabalhar os seguintes dispositivos:

1) Criar estágios para o compromisso do capital e preservar a opção de abandonar o negócio,

2) Criar um sistema de compensação diretamente ligado à criação de valor,

3) Envolver-se na administração para o apoio e monitoramento da gestão,

4) Preservar maneiras de forçar a gestão a distribuir resultados e de saída (?) para o investimento.

Além da questão jurídico-contratual que, em grande medida, dependerá de instituições que deem validade ao processo. Outros estudos levantam a questão do relacionamento entre indivíduos no processo de escolha, visando à mitigação de riscos. Conhecer e estreitar laços aumentam as obrigações sociais e reduzem o custo de se obter informações. Por meio de entrevistas Shane e Cable (2002) concluíram que as empresas que não conseguiram financiamento eram de fora do círculo social de conhecimento de financiadores (VCs, por exemplo). Segundo os autores, essa relação pode reduzir algumas incertezas e assimetria informacional. Também, ajuda no processo de "generosidade" entre as partes, que se pode traduzir também como um processo de colaboração.

Essa capacidade de mitigar riscos e aumentar as chances de sucesso do negócio é o que diferencia as VCs experientes (ou de maior sucesso) das outras.

> *Venture Capitalists* possuem um papel único no Mercado de capitais, onde elas atuam como financiadores intermediários entre provedores de fundos e empresas de alto-impacto jovens em necessidade por capital de risco (CHAN et al., 1990). Suas habilidades de gerenciar os problemas de seleção adversa e resolver assimetria de informação na empresa que elas investem é um fator de sucesso crucial (ADMANTI; PFLEIDERER, 1994). (apud, ISAKSSON; CORNELIUS; LANDSTRÖM, 2004, p. 2, tradução nossa).

Em geral, percebe-se que, na maioria das pesquisas, é dada maior ênfase ao processo de escolha das VCs e sua forma distinta de estabelecer o relacionamento com os empreendedores. Porém, como afirma Sahlman:

> Ainda que pareça que as VCs retenham a maior parte do poder no relacionamento com empreendedores, existem checagens e balanceamentos no sistema. VCs que abusam dos seus poderes vão achar difícil atraírem os melhores empreendedores, que possuem a opção de acessarem outras VCs ou outras fontes de capital que não VCs. Sobre este assunto, a decisão de aceitar dinheiro de uma VC pode ser vista com uma decisão consciente do empreendedor pela maximização do valor presente do negócio. (SAHLMAN, 1990, pág. 513, tradução nossa).

Ou seja, ao se trabalhar conjuntamente a visão de que tanto VCs quanto empreendedores possuem a oportunidade de procurarem outros parceiros ou negócios, entende-se que há um processo decisório para ambos. Empreendedores de um lado e VCs do outro possuem interesses específicos. Esses, se conjugados e regulados, determinarão o sucesso do relacionamento e grande parte do sucesso do negócio (já que existem outros fatores exógenos ao relacionamento que podem influenciar também). A partir do entendimento dos principais fatores da decisão das *start-ups* (empreendedores) e das VCs, pode-se determinar uma visão completa do estabelecimento do negócio.

Em Cable e Shane (1997), por exemplo, abre-se uma discussão do relacionamento e dos interesses conjuntos. Na pesquisa observa-se que as partes são especializadas em "tarefas" e "conhecimento" diferentes, o que agrega valor à relação. Porém, essa relação, num mercado não-eficiente, só se torna possível a partir da colaboração. (CABLE, SHANE, 1997, p.146). Os autores lançam mão da teoria dos jogos para explicarem a importância da relação de colaboração entre VCs e empreendedores para determinar o sucesso de um negócio.

> O fato de que relações sustentáveis de cooperação entre empreendedores e VCs possam ser desenvolvidas na ausência de um único sistema legal sugere que a indústria da VC pode se tornar internacional sem que aumente drasticamente os riscos inerentes no relacionamento e sem causar o colapso das soluções cooperativas sobre as quais a indústria é fundamentada. (CABLE; SHANE, 1997, p.172, tradução nossa)

Em suma, o processo decisório de escolha entre empreendedores e VCs possui elementos econômicos, jurídicos e sociais. A colaboração, por sua vez, pode apoiar em grande medida os processos decisórios e de formalização da sociedade no negócio. Ainda, como defende Cable

e Shane (1997), a colaboração pode explicar como as VCs atuam em ambientes institucionais diferentes dos países desenvolvidos.

2.4 A Teoria Institucional e o processo decisório para formação de um negócio entre VC*s* e *start-ups*

Em vista da necessidade de se balancear interesses das VCs e dos empreendedores, surge o pano de fundo institucional, que regulamenta em outras medidas essa relação. Nos EUA e na Europa, ou seja, nos países desenvolvidos com instituições tradicionalmente bem estabelecidas, a indústria das VCs prosperou em cima de instrumentos jurídico-institucionais que trabalham como engrenagens importantes para regular o relacionamento ao estabelecer limites, direitos e deveres das partes na relação.

Segundo Khanna, Kogan e Palepu,

> Os mercados mais avançados para produtos, pessoas e capital, são cheios de instituições, que funcionam como o mecânico independente do mercado de carros usados. Estas instituições, que intermediam as transações entre vendedores e compradores de bens ou serviços, executam essencialmente a mesma função – mitigando problemas com altos custos de transação, gerado principalmente pela assimetria de informações entre os compradores e vendedores, o que resulta em potenciais conflitos de interesse. (KHANNA, KOGAN e PALEPU, 2006, p.70)

Ou seja, observa-se que as instituições regulam o mercado e de forma explícita determinam as regras do jogo. Assim, deve-se considerar que mitigam comportamentos oportunistas e possíveis conflitos de interesse.

A teoria institucional incrementa o ferramental econômico ao trazer mais relevância aos elementos sociais e culturais do processo decisório, como esclarecem em seu estudo Ahlstrom e Bruton:

> Organizações estão cercadas não somente de arranjos institucionais das suas indústrias, mas também dos padrões institucionais específicos dos países. (Busenitz, Gomez, & Spencer, 2000). A diferença institucional em países estende-se além das diferenças básicas culturais aos elementos fundamentais de leis e regulamentações dos países, policiamento, normas de negócio e tradições comerciais (Kostova, 1997; Orru, Biggart, & Hamilton, 1991). Instituições são tipicamente situações específicas, assim as características institucionais de um países deveria ser avaliada com respeito à um fenômeno específico e não em termos de arranjos gerais. (Busenitz et al., 2000; Orru et al., 1991). (apud, AHLSTROM; BRUTON, 2006, p. 302)

A lente da teoria institucional é utilizada por vários autores para estudar a influência desta aos investimentos das VCs. Em Isaksson, Cornelius e Landström, (2004), discute-se a influência dos modelos institucionais na padronização dos contratos jurídicos das VCs na Suécia. Por outro lado, Zacharakis; McMullen; Sheperd (2006), Batjargal (2007), Bruton; Ahlstrom; Puky (2009) oferecem visões da questão institucional em diversas economias (EUA, China, Coréia do Sul, Rússia, América Latina e Ásia) com a premissa de serem realidades institucionais distintas, o que influencia o processo decisório e a relação entre VCs e empreendedores.

La Porta et al. (1998), por sua vez, demonstra a relação entre o sistema legal, o desenvolvimento de um país e a liquidez dos mercados de capitais desse. Essa relação mais uma vez confirma a importância da visão institucionalista ao analisarmos a indústria de VCs. Sobre o assunto, Ahlstrom e Bruton concluíram:

> VCs contam com um regime institucional estável com a previsibilidade das regras da lei e o regime de observância da mesma para facilitar e salvaguardar seus investimentos (apud Cardis, Kirschner, Richelson, Kirschner, & Richelson, 2001). Em adição à estabilidade legal, VCs buscam por ambientes com mercados eficientes para os controles de capital e corporativo, que prontamente permitam saída para ventures bem como sistemas com corrupção mínima (apud Wright & Robbie, 1998). Esta estabilidade e previsibilidade institucional reduzem as incertezas e riscos, e aumenta as chances para o sucesso de um novo negócio.(AHLSTROM; BRUTON, 2006, p.300, tradução nossa)

A partir da visão da necessidade de se criar uma estabilidade institucional para que a indústria de VC se desenvolva, Leed e Sunderland (2003) questionam se o modelo dessa indústria, que funciona para países desenvolvidos, talvez enfrente limitações para conseguir se desenvolver em países que não disponham de instituições formais desenvolvidas. Em sua hipótese os

autores pontuam sobre três fatores que impedem que as VCs prosperem nesse ambiente: 1) níveis baixos de governança corporativa; 2) falta ou fraqueza do sistema legal que faça valer contratos; e 3) mercado de capitais incipiente.

Então, como explicar que as economias emergentes sejam atualmente o foco de desenvolvimento e de crescimento das VCs? Como empreendedores e, principalmente, as VCs trabalham para mitigar a falta de elementos institucionais para apoiar no seu processo decisório?

Zacharakis, Macmullen e Shepherd (2007), ao analisarem o processo decisório das VCs em três países com maturidade institucional distintas (EUA, Coréia do Sul e China), chegam à conclusão de que há um processo decisório com fatores similares para busca de empreendedores, porém, a importância dada a fatores classificados como "informação de mercado" e "fatores humanos" do empreendedor muda relativamente com o grau de maturidade institucional. Ou seja, percebe-se que em países com lacunas institucionais maiores as VCs vão considerar fatores humanos de forma mais enfática.

O mesmo é visto na pesquisa de Batjargal, (2007) que analisou as questões das referências pessoais e laços de relacionamento para o processo decisório dos investimentos das VCs em dois países emergentes, China e Rússia. Segundo o autor, na China, as VCs acreditam muito nas relações pessoais (laços de relacionamento chamados em mandarim de *Guanxi*). Ou seja, acreditam que os laços pessoais criam uma relação de confiança que reduz as incertezas e os riscos associados com o investimento. Ainda nessa pesquisa, o mesmo é observado na Rússia, onde existe também uma "rede social" (conhecida como *svyazi*) que é utilizada na falta de instituições que regulem as relações entre VCs e empreendedores.

> Em outras palavras, a maneira como confiança interpessoal facilita transações é dependente do contexto institucional e confiança geral daquela sociedade. Quanto menor é a confiança geral, maior a confiança em indivíduos do que em instituições, regras e normas. (BATJARGAL, 2007, p. 1010).

Em seu trabalho, Ahlstrom e Bruton (2006) expandem a visão de outras pesquisas anteriores que explicam como a rede de relacionamento substitui a falta de instituições, e buscam demonstrar que a indústria de VCs pode funcionar ainda que faltem instituições formais.

De forma complementar ao conceito sobre rede de relacionamento, pode-se dizer que o processo de cooperação e confiança deverá aparecer também como um fator importante na relação entre VC e empreendedor, principalmente quando faltarem instituições. Como visto em Cable e Shane (1997) a relação prévia e pós-investimento por meio da cooperação entre as partes é essencial para o sucesso da relação. Scarbrough et al (2013) também indica a necessidade de se criar confiança e um processo de colaboração entre as partes, principalmente para o investimento em *start-ups* de alto impacto.

Enfim, para esta pesquisa, é de se esperar que a partir da lente institucional, o processo decisório entre VCs e *start-ups* no Brasil siga a mesma orientação vista nas pesquisas feitas em outros países emergentes. A questão do relacionamento entre as partes e o foco no *Networking* deverá constar como um fator relativamente importante no processo decisório da relação de negócios. É de se esperar que no Brasil, como na Coréia do Sul, China, Rússia e outros países emergentes, o contorno macro institucional formal seja secundário no processo decisório e na relação entre VCs e empreendedores de alto impacto.

Principais Temas	Principais Referências
O Empreendedor	JR. EVANS, George Heberton (1966); SCHUMPETER, Joseph Alois (1982)
A indústria de VC	FRIED, Vance H; HISRICH, Robert D. (1994); FRIED, Vance H; HISRICH, Robert D. (1995)
A questão institucional na indústria de VCs	AHLSTROM, David; BRUTON, Garry D (2006); BRUTON, Garry D; AHLSTROM, David; PUKY, Tomas (2009); ISAKSSON, Anders; CORNELIUS, Barbara; LANDSTRÖM, Hanset al.(2004)
A atuação das VCs em paises emergentes	BATJARGAL, Bat (2007); SHANE, Scott; CABLE, Daniel (2002); ZACHARAKIS, Andrew L; MCMULLEN, Jeffery S .; SHEPHERD, Dean A (2006)
A visão do empreendedor	BOTELHO, Antonio J J; JONATHAN, Eva G (2006); GHOBRIL et al (2006); HSU, David H (2004); LOPES et al (2006)
A Colaboração (dilema dos prisioneiros)	CABLE, Daniel M; SHANE, Scott (1997)

Quadro 3- Principais referências (resumo por temas)
FONTE: Referencial teórico. Análise própria.

3 METODOLOGIA

3.1 Estudo de Caso

Este estudo trata de uma pesquisa (básica) qualitativa, exploratória. Assim, emprega-se o raciocínio indutivo a partir do estudo de casos de relacionamento entre VCs e *start-ups*. O foco está no processo decisório dos gestores das VCs e dos empreendedores em s*tart-ups* quando estão em busca de realizarem um negócio em conjunto (*matching*). Sobre a pesquisa qualitativa, Godoy explica:

> De maneira diversa, a pesquisa qualitativa não procura enumerar e/ou medir os eventos estudados, nem emprega instrumental estatístico na análise dos dados. Parte de questões ou focos de interesses amplos, que vão se definindo à medida que o estudo se desenvolve. Envolve a obtenção de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos interativos pelo contato direto do pesquisador com a situação estudada, procurando compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos, ou seja, dos participantes da situação em estudo. (GODOY, 1995, p.21)

Assim, o método oferece uma aplicação interessante para pesquisas com caráter descritivo e com enfoque na interpretação dos dados. Na prática para este trabalho, dado o histórico da indústria de VC no Brasil e, o número relativamente baixo de publicações na área no país, o método permite a identificação de padrões e processos aplicados pelos atores no contexto institucional brasileiro.

Além disso, como não houve a verificação de publicações explorando a visão a partir das duas perspectivas de um negócio em comum, o estudo de caso permite a verificação de novos elementos e dimensões que podem surgir ao longo das entrevistas e/ou na consolidação dos dados.

3.2 Coleta de dados

A técnica empregada para coleta de dados foi a de entrevistas em profundidade. Como explica Godoy (1995), esta é a forma mais comum de coleta de dados nos estudos de caso.

Para a pesquisa, utilizou-se um roteiro para entrevistas individuais semiabertas, uma vez que permitem as discussões e interações entre atores. Conforme explica Vergara (2009), "como em entrevistas podem ocorrer insights ao entrevistador durante a sua ocorrência, a semiaberta permite o aproveitamento desses insights para recompor o roteiro, enriquecendo a coleta de informações". Por fim, por meio das perguntas e dos registros detalhados dos entrevistados buscou-se gerar informações relevantes a serem tratados na pesquisa.

Em suma, na estrutura semiaberta de entrevistas houve uma busca pela narrativa das experiências e relatos das ações dos investidores e dos investidos. A intenção era de se capturar uma sequência de ações e fatores de decisões que pudessem ser formatados num processo ou padrão.

3.3 A escolha da amostra

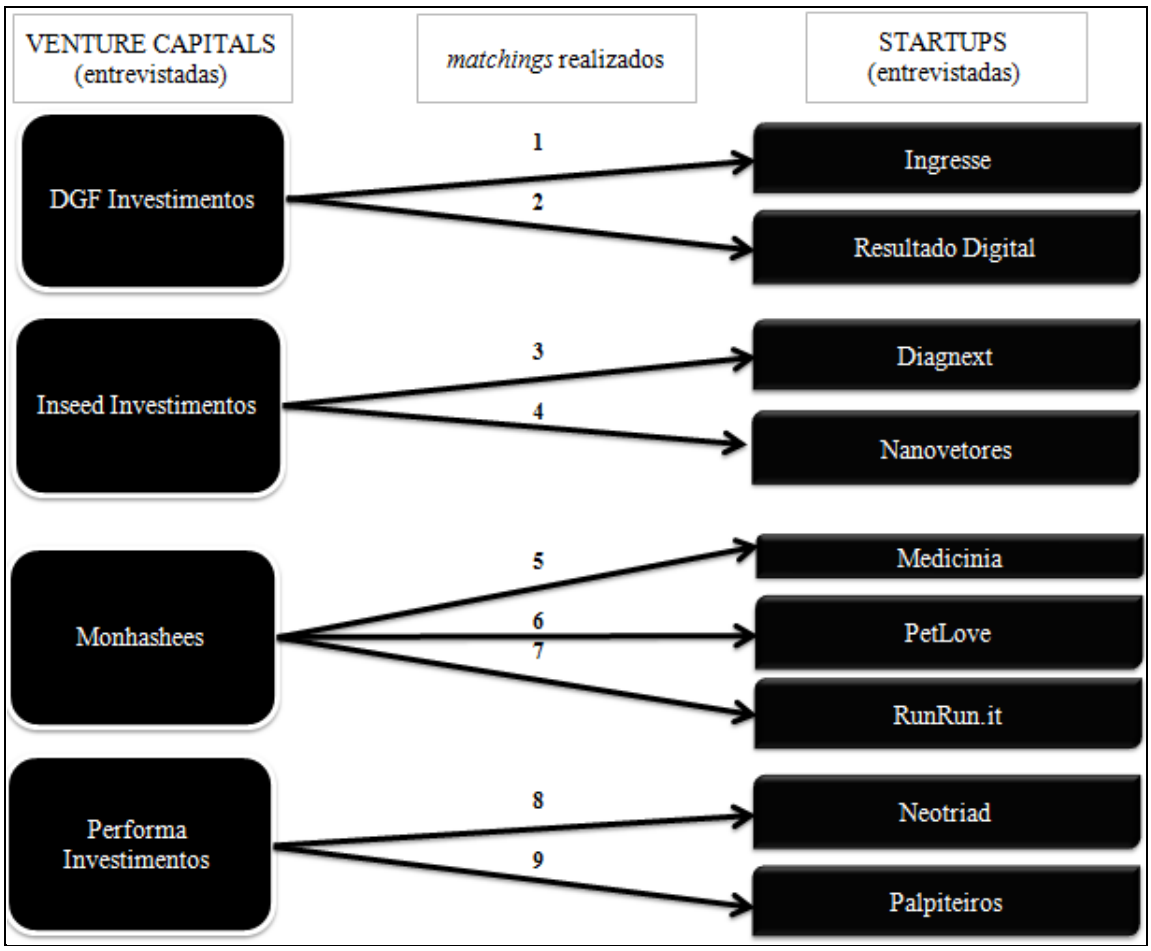
O foco da pesquisa está nas *start-up*s e VCs que atuam no mercado brasileiro, onde pesquisas sobre atuação da indústria de VC é relativamente jovem e pouco explorada.

Dessa forma, partiu-se de uma amostra de VCs que investem em empresas de tecnologia, porém de setores distintos. A partir dessas, utilizou-se o método de *snowball* para se incrementar a amostra. Ou seja, por meio da interação com a VC, solicitou-se o acesso às *start-up*s, investidas. Vergara (2009) explica que o número de entrevistas deve prosseguir enquanto houver novas perspectivas e informações originais. Por outro lado, deve se encerrar quando as informações forem redundantes, ou seja, chegou-se ao ponto de saturação. Em suma, na pesquisa, a saturação ocorreu quando foram observados padrões e processos claros sob as duas óticas.

Para determinação de qual *start-up* indicar, solicitou-se que às VCs recomendassem casos de negócios em que tenham participado há pouco tempo (até dois anos). A intenção era de se capturar as considerações mais recentes, ainda que o negócio não estivesse amadurecido. Com a amostra inicial definida, aplicou-se a entrevista (semi-estruturada) junto aos principais atores, ou seja, os *decision makers* - por parte das VCs - e os sócios "empreendedores" - pelas *start-up*s. Importante mencionar que as entrevistas foram realizadas separadamente, com empreendedores e com as VCs.

Ao longo de três meses (de agosto a outubro de 2013) foram realizadas 14 (quatorze) entrevistas individuais. Dessas, 4 (quatro) foram realizadas junto aos gestores das VCs e 10 (dez) foram junto aos fundadores e diretores das *start-ups*. Houve um caso de *start-up* (Diagnext) no qual foram realizadas duas entrevistas, primeiro com um Diretor e, depois, com o Sócio, a fim de se complementarem as informações.

Conforme mencionado, foi considerado na seleção da amostra o critério de escolha de *matchings* de negócios entre Investidor e Investido ocorridos nos últimos 2 (dois) anos. Assim, foram totalizados 9 (nove) *matchings*, conforme descrito abaixo no Esquema 2.



Esquema 2 – *Matchings* das entrevistas consideradas para a pesquisa

FONTE: entrevistas com VCs e *Start-up*s. Análise própria

A partir das entrevistas realizadas, foi possível se elaborar a formatação dos processos de decisão de ambos, VC e *start-up*s, quando interagindo no ambiente de negócios brasileiro. A construção das etapas desses processos aconteceu por meio da busca por padrões nas respostas das entrevistas. Ou seja, ao longo das várias entrevistas, buscou-se o refinamento das respostas para que fossem demonstrando tendências e esclarecendo os padrões do processo de decisão dos indivíduos.

Por fim, as questões éticas previstas foram tratadas por meio do sigilo, com publicação apenas das informações e citações, que foram previamente acordadas, por escrito, pelos entrevistados. Por não terem sido autorizadas pelos entrevistados, a pesquisa não apresenta as transcrições na íntegra das entrevistas gravadas. Vale ainda mencionar que as empresas foram escolhidas com base na aceitação de participarem espontaneamente da pesquisa.

3.4 Análise dos Dados

A análise de dados começou a ser trabalhada ao longo das entrevistas. Como ressalta Creswell (2010), "a análise dos dados é um processo contínuo durante a pesquisa". Na pesquisa qualitativa exploratória há uma interação grande entre a elaboração dos resultados e sua revisão ao longo do processo de coleta de dados. Assim, a ideia é a busca por códigos, categorias e propriedades que sejam relacionáveis e, que assim, constituam as bases teóricas durante a análise.

Ou seja, a partir do método indutivo, elaborou-se uma visão sobre o processo de decisão das VCs e das *start-ups*, sob o contexto institucional brasileiro.

Ainda, ao longo da análise dos dados coletados, quando as informações não pareciam conclusivas houve a complementação da amostra com a inclusão de mais entrevistas até o ponto de saturação, conforme previamente indicado. Houve também em alguns casos o *feedback* junto aos entrevistados para se confirmarem registros e se validarem padrões construídos.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Pelo fato do ponto de saturação ter sido mais facilmente atingido nas entrevistas com as VCs, inicia-se a discussão dos resultados a partir dessa ótica. Na sequência, trata-se do processo decisório do empreendedor.

4.1 O Processo de decisão: perspectiva da gestora (VC)

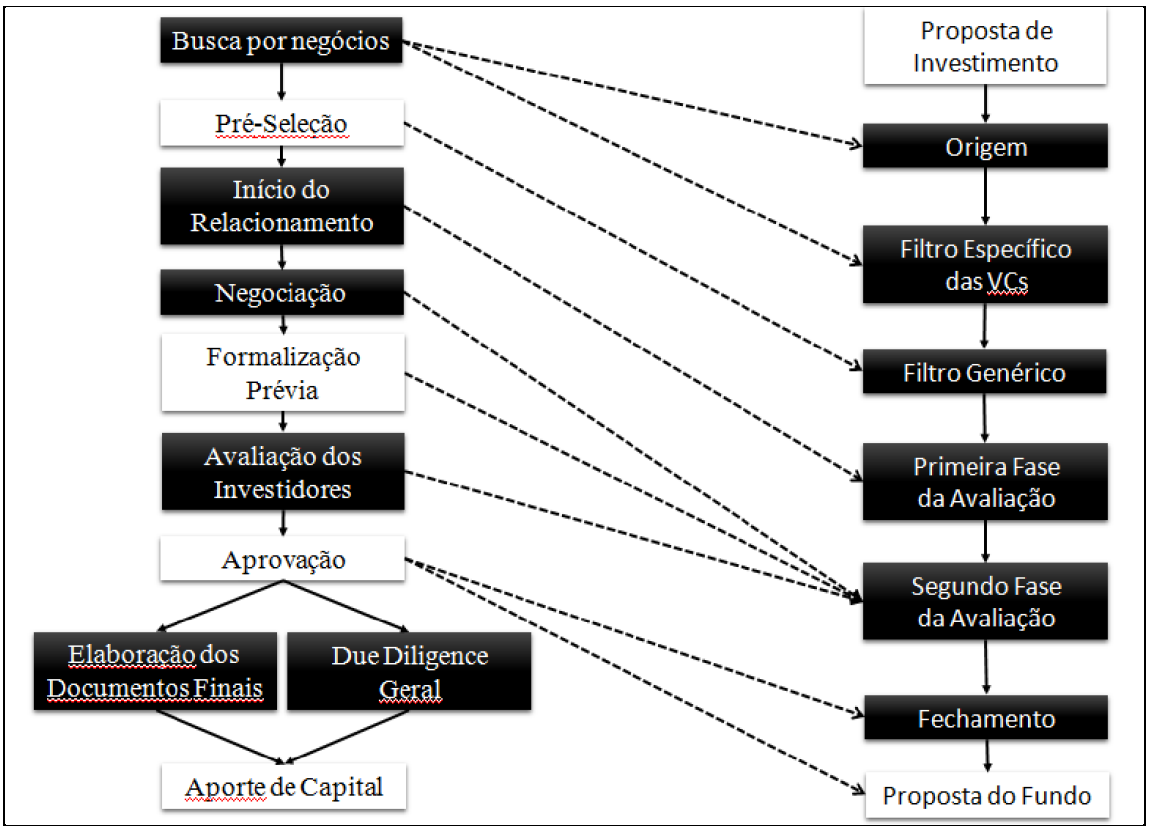
Inicialmente, para se entender o processo de tomada de decisão da VC, é preciso antes esclarecer as etapas do seu processo de investimento. À luz dessa compreensão será mais fácil entender o que faz uma gestora VC tomar a decisão de realizar o aporte em determinada *start-up*. Abaixo, no Esquema 3 é possível destacar as etapas identificadas na pesquisa. Na sequência, cada etapa do processo será discutida.



Esquema 3 – Processo de Investimento das *Venture Capital* no Brasil
FONTE: entrevistas com VCs. Análise própria

Notem que, quando comparado com as etapas identificadas no trabalho de Fried e Hirisch (1990), apesar de uma nomenclatura diferente, as etapas são similares. No Brasil, as VCs entrevistadas deram ênfase às atividades que são cruciais para a avaliação, por exemplo, destacando, especificamente, o processo de início de relacionamento, descrito por vários gestores como "início do namoro", numa analogia ao processo de relacionamento entre pessoas. Segundo mencionam as VCs, é nesse momento que se faz o mapeamento do perfil do empreendedor para posterior avaliação formal.

Além disso, como é possível notar na figura, o processo final de formalização documental e *due diligence* aparecem destacados nas entrevistas com as VCs brasileiras. Pode-se inferir que são etapas relevantes para o processo no Brasil, devido às questões institucionais. Ou seja, devido às dificuldades jurídicas, contábeis e trabalhistas, que tornam o ambiente de negócios brasileiro relativamente complexo ou menos propício ao desenvolvimento do empreendedorismo, as etapas podem ser consideradas relativamente importantes.



Esquema 4 – Processo de Investimento das *Venture Capitals* vs. Processo no Brasil Fontes: HIRISCH; JANCOWICZ, 1990, p.31, (tradução nossa) e entrevistas com VCs. Análise própria

Abaixo, cada etapa será descrita com base nas discussões e informações coletadas durante as entrevistas.

4.1.1 Busca por negócios

O processo de busca por negócios ou originação de oportunidades, como chamam as VCs, é também definido como o *pipeline* do fundo. Para o fundo, esse trabalho pode ocorrer das seguintes formas:

Reativa: o empreendedor entra em contato com a VC e demonstra o interesse em receber algum aporte. Por existir um problema de "auto-seleção" (consequentemente, mais suscetível à seleção adversa), as VCs apontaram para o fato de que esta via é geralmente pouco efetiva.

> Em geral a gente procura [...]. O que não quer dizer que não exista uma procura forte por parte do empreendedor. Por exemplo, no fundo CRIATEC tivemos 1.900 empresas cadastradas no funil, dessas a gente aproveitou 36. Essas não necessariamente foram tiradas do filtro. Podem ter sido da busca nossa da VC.[4] Historicamente, o percentual de coisas que chegam frias, sem nenhum contato e que foram adiante é muito baixo.[5] Contato de *start-up* via site (da VC) é zero efetivo.[6] (informações verbais)

Participação na mídia (eventos, publicações): em algumas entrevistas foram mencionadas a participação das VCs em eventos da área de tecnologia, ou mesmo em eventos técnicos com rodadas de negócio, quando o empreendedor tem a possibilidade de explicar sobre seu negócio. Conforme Perez (2013), no caso específico da Inseed (VC), a estratégia pode ser a de realizarem eventos próprios de captação. Por exemplo, os *roadshows* que essa VC faz para divulgar o processo de abertura de captação e originação. O evento tem o objetivo de esclarecer a tese do fundo e o modelo para elegibilidade de *start-up*s que quiserem receber aporte. Esse método, como apontam os próprios gestores, mostra-se bem efetivo, pois abrange

---

[4] Entrevista concedida por PEREZ, Francisco (Inseed). **Entrevista VC III**. [Set.. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.
[5] Entrevista concedida por ARIPPOL, Patrick (DGF). **Entrevista VC I**. [Ago. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.
[6] Entrevista concedida por GRYTZ, Eduardo (Performa). **Entrevista VC II**. [Set. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.

mais *start-up*s e, ao mesmo tempo, esclarece o perfil de elegibilidade no processo de busca por aporte. Também como objetivo específico, visa apoiar no desenvolvimento da indústria de VC no Brasil, ao desmistificar essa modalidade de investimento ao público em geral. "A busca pró-ativa é que dá resultado [...], fazemos muitos *roadshows* de divulgação de fundo [...], assim, não é uma busca *one to one*, é uma busca *one to N* (informação verbal).[7]

A partir das entrevistas, observou-se que o processo de participação em eventos e na mídia é um dos mais usuais das VCs na elaboração de um *pipeline* de investimento. Pode-se inferir que esse é um cenário típico de países emergentes onde a indústria de VC não está ainda consolidada. Assim, há necessidade de se gerar conhecimento a respeito da indústria de VC e os eventos acabam por alcançar esse objetivo específico.

Estudo de mercado (*Cold Call*): algumas VCs têm um processo estruturado de estudo de mercado. A partir desses estudos internos, fazem o mapeamento dos potenciais mercados e dos potenciais empreendedores para enfrentarem os desafios de crescimento. Em suma, ao estudarem tendências e potencialidades da inovação, fazem um levantamento de empresas e/ou empreendedores existentes ou potencialmente preparados para explorar tais tendências. A partir dessa identificação, iniciam-se as conversas com os empreendedores. *"Cold Call* é basicamente quando gostamos muito do mercado, tentamos conhecer as empresas, CEOs e pessoas pessoalmente para identificar se em alguma dessas empresas, nós podemos investir." (informação verbal)[8]

Indicação e referência (*Networking*): durante as entrevistas essa modalidade de busca aparece como o método mais eficaz. As VCs mencionam trabalhar com parcerias de colaboração entre si, aceleradoras, incubadoras e com profissionais de referência, que possam atuar como *dealmakers* ou técnicos numa avaliação. Segundo Grytz (2013) da Performa Investimentos (informação verbal)[9], o contato de *start-up* em eventos e por referências de qualidade são bem efetivas para a originação.

Em geral, esses contatos identificam perfis similares ao da VC e apresentam as partes para o início do relacionamento. Essa "rede" de referência acaba por potencializar a capacidade das VCs de buscarem e pré-selecionarem as *start-up*s.

[7] Ibid. PEREZ, Francisco, 2013
[8] Ibid ARIPPOL, Patrick, 2013
[9] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013

Em referência às várias modalidades de originação mencionadas acima, Arippol (2013) comenta: "*Networking* de todos é o que é o mais *sniper*. Se você (VC) trabalhou bem o *Networking* eles mandam as coisas mais relevantes." (informação verbal)[10]. Na visão do entrevistado, as indicações vindas do *networking* funcionam de forma efetiva para a seleção.

4.1.2 Pré-Seleção

É necessário que exista esse primeiro filtro para que a VC, como mencionam os entrevistados, possa entender se o negócio atende à tese específica do fundo. Ou seja, se o fundo define uma indústria ou um tipo de modelo de negócio para atuar, precisa entender se a *start-up* tem aderência com a tese proposta. As VCs entrevistadas possuíam fundos diversos, alguns sem teses específicas, outros bem estruturados sob uma determinada tese. São exemplos (não exaustivos) de teses das VCs entrevistadas:

i) Inovação em "cleantech"
ii) TI para óleo e gás
iii) "Agrotech"
iv) Tecnologias B2C
v) "Biotech"
vi) Aplicações para Nanotecnologias
vii) Fase "seed" do negócio
viii) Fase de Série A

No caso da Monashees (informação verbal)[11], há o entendimento de que se deva colaborar com outras VCs para realizarem investimentos compartilhados e referências. Como pré-seleção eles trabalham com ideia de se investir cedo na *start-up*.

Em suma, a pré-seleção é o resultado da etapa de "busca". Ou seja, quando a VC identifica o fato de que há oportunidades a serem exploradas em determinada *start-up*, esta colocará foco

[10] Ibid, ARIPPOL, Patrick, 2013
[11] Entrevista concedida por MONASHEES, Eric (Monashees). **Entrevista VC IV**. [Out. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.

na interação maior com o (s) empreendedor (es). Ou seja, a partir daí, iniciará um processo de discussão e aprofundamento da relação entre as partes.

Segundo Grytz (2013) (informação verbal)[12], é importante para que eles decidam seguir em frente, ou não, realizarem uma entrevista diretamente com o empreendedor. Assim, um dos sócios trabalha nessa entrevista para entender se a *start-up* tem a "cara e perfil dos fundos da Performa."

4.1.3 Início do relacionamento

É considerada a etapa de "início de relacionamento", pois "existe o período de namoro, [...] esse período pode durar três meses ou até dois anos de namoro. Ou seja, é um período menos certo. O período de se conhecer tem uma variação", conforme menciona Patrick Arippol (informação verbal)[13]. Nessa etapa se avalia, como menciona o gestor entrevistado, "se o empreendedor tem honestidade intelectual". Esse processo pode ser representado por interações formais: reuniões de negócio, participação em eventos; ou, ainda informais, como: encontro para um café, visitas informais à empresa e, até mesmo, *happy-hours*. Nas entrevistas foram mencionadas situações em que o empreendedor e o gestor saem para "tomar uma cerveja", jogarem bola, ou mesmo, para eventos sociais. Segundo os gestores das VCs, são nessas horas mais descontraídas que as partes se conhecem melhor.

Em geral, nessa fase, foi identificada uma tendência, principalmente nas VCs do Brasil, de haver um início de relacionamento similar a uma amizade. O relacionamento é muito importante para as partes, principalmente para o investidor, pois, conforme mencionado, reduz assimetria informacional. Quanto mais interações e relacionamento tiverem, melhor será o "casamento" das expectativas.

Numa abordagem mais racional, o estudo de Shane e Cable (2002), confirma que a questão da reputação é muito importante para a tomada de decisão do investidor. Nessa etapa de relacionamento é exatamente isso que se acessa, informação sobre o empreendedor e a criação e/ou manutenção da reputação.

---

[12] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013
[13] Ibid. ARIPPOL, Patrick, 2013

Em geral, de forma esclarecida, as VCs afirmam intensificar a questão do relacionamento aqui no Brasil, principalmente porque o ambiente de negócios (leia-se institucional) é bastante árido e o relacionamento, a empatia e a confiança ajudam a reduzir as tensões burocráticas e os hiatos institucionais.

Segundo Eduardo Grytz (informação verbal)[14], essa tropicalização foi necessária. Na VC, eles trabalham intensamente com o empreendedor para entender a fundo seu perfil e verificarem como podem ajudá-lo. A mesma atitude foi identificada nas entrevistas com a DGF e com a Monashees. Esta última possui um portfólio de quase 30 *start-ups* investidas. Ainda assim, trabalham com o estreitamento dos laços de relacionamento junto aos investidos.

O tema do relacionamento entre investidor e investido será aprofundado nas seções à frente. Por ora, pode-se confirmar que o desenvolvimento de confiança e empatia estabelece uma importante confirmação para a sequência de etapas.

4.1.4 Negociação

A fase de negociação também pode aparecer paralelamente ao processo de relacionamento. Nela, as partes declaram suas expectativas para o negócio. E, em seguida, formalizam uma proposta (ao longo do trabalho, descrita como *termsheet*) que contenha os principais termos para formação da sociedade, como: i) o *valuation*, ii) as regras de saída da VC, iii) o percentual de capital de cada sócio, iv) as regras gerais de governança, e v) as metas para o negócio.

Interessante notar que alguns empreendedores entrevistados comentaram que as propostas feitas pelas VCs foram muito próximas da expectativa deles, principalmente em termos do valor a ser aportado. Aqui aparece a capacidade da VC, durante a fase de relacionamento, de compreender as necessidades e expectativas do empreendedor e, assim, formular uma proposta que seja objetiva e legítima ao contexto.

Um dos pontos observados também nas entrevistas é que a questão do capital (dinheiro) é vista como secundária nas negociações, como mencionou Perez (2013, informação verbal)[15].

[14] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013
[15] Ibid. PEREZ, Francisco, 2013

O foco, segundo confirma Monashees (2013)[16] está em entender a necessidade da empresa e suas potencialidades (informação verbal). Enfim, essa discussão evita os conflitos de uma negociação financeira unicamente sobre o valor da empresa e do aporte a ser realizado.

4.1.5 Formalização prévia

Mais do que uma etapa, trata-se de um marco. Quando as partes chegam a um denominador comum em relação aos principais pontos mencionados na seção anterior, há a possibilidade das partes assinarem um *termsheet*. Esse documento poderá ser bem detalhado, ou seja, já próximo ao contrato formal de sócios (documento final que prevê a relação entre sócios), como preferem algumas VCs, ou, simplesmente, um documento menos elaborado, contendo os conceitos e princípios gerais acordados. Em geral, o *termsheet* é não vinculante, ou seja, só demonstra intenção das partes em continuarem negociando, juridicamente não tem força de obrigatoriedade ou exclusividade. Ainda assim, VCs e empreendedores mencionam que as partes acabam moralmente vinculadas em prol do relacionamento e de suas reputações.

A DGF, por exemplo, trabalha com essa etapa de elaboração do *termsheet* de forma detalhada, já incluindo as provisões que serão adaptadas aos futuros contratos (informação verbal) [17]. Por outro lado, a Monashees deu exemplo que já fechou negócios sem *termsheet*, apenas discutindo os principais pontos para depois formalizá-lo direto em contrato (informação verbal) [18].

4.1.6 Apresentação aos investidores

Algumas VCs não precisam passar por essa etapa, pois fazem a chamada de capital após a contratação junto à *start-up*. Esse processo é chamado de *dry closing*, ou seja, chama-se capital para o fundo que investirá nas *start-up*s escolhidas, depois de se negociar com estas. Por outro lado, a maior parte das VCs entrevistadas conduzem os negócios para aprovação final do comitê de investimento do fundo. Em geral, esse comitê é formado por investidores

[16] Ibid. MONHASHEES, Eric, 2013
[17] Ibid. ARIPPOL, Patrick, 2013
[18] Ibid. MONHASHEES, Eric, 2013

ou representantes, que cuidam da governança do fundo. Conforme constatado, as apresentações possuem modelos diversos e segue as regras de aprovação de cada fundo.

Segundo Grytz, (2013), na Performa, os empreendedores fazem a primeira parte da reunião para explicarem sobre seus negócios. E, na segunda parte, os sócios (VC) ficam com o comitê para detalhar a negociação junto ao empreendedor e chegarem a uma aprovação final (informação verbal)[19].

Apesar de esse tema ter sido explorado superficialmente nas entrevistas, percebe-se que quando se chega a esse estágio poucos ajustes são realizados. Trata-se mais de uma formalização final, quando dificilmente se reverte algum processo já negociado junto ao empreendedor.

4.1.7 Aprovação

Trata-se de um marco nas etapas, é o resultado do processo de apresentação aos investidores. Nas entrevistas junto às VCs, em que a etapa de apresentação era recorrente, observou-se a importância desse marco, pois se formaliza a aceitação da *start-up* pelo fundo, o que dá início aos processos finais e mais burocráticos. “Em geral o comitê é muito tranquilo [...] temos uma dinâmica muito positiva”, segundo Arippol (informação verbal)[20], quando se referia ao processo final de aprovação.

4.1.8 *Due diligence*

Importante notar que esse processo possui um prazo de efetivação diferenciado no Brasil. Em geral, são realizadas as seguintes análises das pessoas físicas e jurídicas (quando pertinentes):

i. Jurídica
ii. Contábil
iii. Trabalhista
iv. Criminal

[19] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013
[20] Ibid. ARIPPOL, Patrick, 2013

v. Financeira

Assim, no Brasil, dada a complexidade jurídica e dificuldade de se mensurar risco (típico em países com ambiente institucional pouco desenvolvido) esse processo pode-se tornar longo e complexo. Em alguns casos pode durar até seis meses, como observado nas entrevistas junto às *start-ups*.

Em geral, nesse estágio as VCs pontuam que não deve haver surpresas maiores. Essa atividade é importante como etapa para mitigar os riscos de realização de negócios sob a perspectiva institucional brasileira.

4.1.9 Elaboração dos documentos finais

A elaboração dos documentos finais é uma etapa que pode haver alguma interação com o empreendedor, caso alguma cláusula e/ou provisão importante ainda não tenham sido acordadas ou definidas nas etapas de negociação e formalização prévia. Assim, nessa etapa, as partes acabam por realizar negociações específicas.

Do contrário, se não houver necessidade de interação com a *start-up*, trata-se de uma etapa interna da VC e da área jurídica para cumprimento de protocolos junto à CVM e, para formalização jurídica do *termsheet*. Geralmente, em paralelo, está ocorrendo a etapa do *due diligence* que também poderá gerar demandas específicas na elaboração dos documentos finais.

4.1.10 Assinatura dos documentos finais

Etapa em que se efetiva formalmente o acordo entre sócios. Essa etapa só foi destacada por registrar o fim do processo.

4.1.11 Aporte de Capital

Em algumas entrevistas, observou-se que ainda há uma etapa de realização do aporte de capital. Esta pode demorar, pois a chamada por capital acontece somente depois que os documentos finais forem assinados.

Para a Inseed (informação verbal)[21], por exemplo, essa chamada demora em média três meses e há expectativa de que esse prazo se alongue um pouco mais, nos próximos anos.

4.2 Fatores para tomada de decisão da VC

Após o mapeamento do processo de investimento das VCs, parte-se para a identificação dos fatores de escolha dos fundos. Esses fatores foram observados ao longo das entrevistas e chegou-se à saturação de forma muito clara (vide Quadro 4). É notável que o fator humano, especificamente o empreendedor, foi o fator de decisão mais importante, aparecendo em todas as entrevistas de forma destacada.

Os empreendedores, segundo as gestoras são capazes de gerar uma diferenciação importante que pode representar o sucesso do empreendimento e até conceber vantagens competitivas importantes ao negócio. Segundo mencionado por Grytz (2013, informação verbal)[22], "é melhor ter um excelente empreendedor com um negócio médio do que o inverso, um péssimo empreendedor com negócio excelente". Explica ainda que o empreendedor poderá mudar a estratégia do negócio, processo conhecido como "pivotagem", ao perceber que o modelo de negócio ou mesmo o mercado não irá gerar os resultados esperados. Assim, o indivíduo e a equipe com perfis complementares são, em conjunto, o principal fator na decisão pelo investimento.

Em geral, as VCs entrevistadas trabalham de forma a observar os mercados e tendências e, a partir dessa prospecção, fazem contato com vários empreendedores em busca daquele que poderá fazer a diferença naquele mercado. Vários adjetivos foram observados ao longo das entrevistas para qualificar os que as VCs buscam num empreendedor, como: pró-atividade, respeito, senso de dono, iniciativa, resilência, energia empreendedora. Também, descreveram o que percebem como deméritos: teimosia, muito controle e baixo espírito de equipe. Talvez, a frase que melhor descreva o resumo dessas qualidades tenha sido a que um dos gestores

[21] Ibid. PEREZ, Francisco, 2013
[22] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013

mencionou: "buscamos empreendedores que tenham honestidade intelectual" (informação verbal, grifo nosso) [23].

> Para empresas neste estágio e, dado que vão entrar num mercado dinâmico, no início da curva, há muitas incertezas. O critério mais importante para nós é o que chamamos de honestidade intelectual. Isso também diz respeito como a pessoa lida com investidores com equipe, se a pessoa não tem tanto aquele Ego [...] vimos isso muito positivamente. (informação verbal)[24]

Em resumo, as gestoras (VCs) descrevem que é preferível investir num empreendedor bom que tenha um produto ou modelo de negócio regular, do que o inverso. O argumento é que a capacidade de gestão e de empreender do indivíduo pode fazer a diferença num processo tão arriscado e volátil como o das *ventures*.

Gestoras (VCs)	Fatores do Processo Decisório (escala descrescente por importância relativa)		
Performa Investimentos			
	1 Empreendedor e/ou Equipe	Mercado	Tecnologia
	2 Competitividade do setor		
	3 Outros		
DGF Investimentos			
	1 Empreendedor e/ou Equipe		
	2 Mercado		
	3 Modelo de negócio		
Monashees Capital			
	1 Empreendedor e/ou Equipe	Mercado	
	2 Modelo de negócio		
Inseed Investimentos			
	1 Empreendedor e/ou Equipe		
	2 Mercado		
	3 Modelo de negócio		
	4 Risco		

Quadro 4- Fatores do Processo decisório das VCs (enumerados por ordem de relevância)
FONTE: entrevistas com VCs. Análise própria.

Na sequência, observou-se que o vetor do mercado e suas características (estrutura, tamanho, escalabilidade, potenciais concorrentes, oportunidades e ameaças) são considerados tão importantes ou como o segundo fator mais importante, depois do empreendedor (Quadro 4). Segundo Patrick da DGF, eles tentam detalhar e quantificar esse mercado antes de realizar as

[23] Ibid. ARIPPOL, Patrick, 2013
[24] Ibid. ARIPPOL, Patrick, 2013

discussões (informação verbal)[25]. Aqui, o fator risco específico possui um papel importante, pois ao verificar o mercado, suas características e as tendências, a VC pondera o fato de que se o produto não fizer sucesso, ainda assim, o mercado é grande e poderá absorver uma mudança de estratégia.

Ainda com relação ao fator mercado, a Monashees estuda de forma proativa as "megatendências" e o espaço para esses mercados no Brasil. Ou seja, avalia no mercado o "tamanho, a pressão competitiva, o potencial de desruptura e a estrutura em si" (informação verbal)[26]. Essa avaliação é feita por analistas e especialistas que, como produto, elaboram um dossiê de onde se deve prospectar para originação de negócios.

Na Performa, o processo mais detalhado de estudo de mercado é elaborado por um analista interno que ficará a cargo de convencer, pelo resultado de sua pesquisa, os sócios a aprofundarem as negociações com uma determinada *start-up*. (informação verbal)[27]

O terceiro fator mais relevante nas escolhas das VCs diz respeito ao modelo de negócio. Este está num campo estratégico-tático, que descreverá como *start-up* planeja crescer, acessar o mercado, quanto gastarão e, como (e quanto) esperam monetizar por meio do (s) produto (s) e/ou serviço (s) oferecido (s). Aqui, em suas análises as VCs buscam recorrência de receita, escalabilidade e crescimento rápido. Muitas vezes o modelo de negócios se torna um importante ponto de partida das discussões entre VCs e empreendedores.

Seguem abaixo ainda, outros fatores que foram identificados nas entrevistas junto às VCs como também relevantes em seus processos decisórios.

i. Tecnologia – a busca de tecnologias inovadoras e patentes que possam criar barreiras à entrada e/ou reservas de mercado são consideradas especificamente por VCs que tenham teses com foco em tecnologias inovadoras como são os casos da Monashees, da Performa e da DGF. Contudo, pode-se entender também que esse fator esteja inserido no modelo de negócios da *start-up*. Ou seja, poderia ter sido considerado já no fator de modelo de negócio.
ii. Opinião de especialista – no sentido de curadoria, alguns especialistas orientam VCs sobre determinadas indústrias e segmentos, bem como sobre os empreendedores ou empresas que possuem a melhor formação para atingirem metas e desenvolverem seus negócios. Dependendo da reputação da fonte, esse fator torna-se muito relevante para o fechamento de um negócio. Conforme visto em estudos como: Milanov e Shepherd (2013), Batjargal

[25] Ibid. ARIPPOL, Patrick, 2013
[26] Ibid. MONASHEES, Eric, 2013
[27] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013

(2007), Shane e Cable (2002), a referência é um fator relevante, principalmente em países com ambiente institucional pouco desenvolvido.

Outros dois fatores identificados nas entrevistas, mas que podem ser qualificados como restrições durante o processo de escolha, são:

i. Risco do portfólio – em geral, os fundos buscam acrescentar ao seu portfólio *start-ups* que ajudem no processo de diversificação do fundo a fim de diluir risco. Assim, a análise passa por uma avaliação de risco de constituição do portfólio do fundo como um todo.
ii. *Timing* – ainda que as avaliações dos fatores relevantes (Quadro 4) pareçam positivas para a realização do investimento, o tempo para tomada de decisão do fundo pode não ser aderente ao prazo necessário para se discutir o investimento com a *start-up*.

Por fim, esses dois fatores identificados, além de poderem ser qualificados como restrições, ao invés de fatores de decisão, são exógenos ao processo de discussão e escolha junto à *start-up*, por isso, não aparecem destacados no Quadro 4.

4.2.1 O empreendedor e sua equipe: o fator mais importante do processo de escolha pela VC

Como observado nos resultados discutidos acima, o fator humano é o mais importante no processo de decisão das VCs. Em outras palavras, o empreendedor e a equipe da *start-up* são considerados os vetores mais importante para o sucesso de um negócio. À luz dessa constatação, pergunta-se: como as VCs realizam a avaliação desse fator complexo e subjetivo?

Ao longo das entrevistas, foi constatado que a avaliação das pessoas (empreendedores) é algo sistematizado. Observou-se que as VCs elaboram alguns processos objetivos para identificar, selecionar e avaliar os empreendedores, bem como suas equipes (quando há uma). Monashees (2013) afirma que, além de possuírem um *framework* para análise das pessoas, fazem um "*reference check"* do empreendedor. Ou seja, buscam referências com quem trabalhou com o empreendedor, ou alguém próximo do mesmo que possa passar uma opinião honesta sobre a pessoa (informação verbal).[28]

É comum também as VCs contratarem empresas de avaliação de perfil para determinarem as principais características do empreendedor. Em geral, características como: competência

[28] Ibid. MONASHEES, Eric, 2013

técnica, valores, magnetismo, energia empreendedora, autonomia, senso de dono, flexibilidade, foram apontadas como as principais características a serem observadas.

Na Inseed, por exemplo, além de contratarem essas avaliações para esclarecer as características presentes, eles analisam o quanto aquele perfil poderá ser aderente aos valores da VC (informação verbal).[29]

Além disso, ao longo das etapas de relacionamento e negociação, há um processo natural para as VCs pesquisadas de evolução do relacionamento entre as pessoas. Esse processo é importante tanto para a avaliação do empreendedor pela VC, quanto para a avaliação da VC pelos empreendedores.

Para as VCs, há um investimento de tempo e recursos para se conhecer mais a fundo os empreendedores, suas características e estilo. Trata-se de um processo racional de redução de assimetria informacional.

Segundo Grytz (2013), "muito vai da nossa percepção sobre eles ao longo de um período de 4-5 meses de relacionamento [...] e a gente complementa isso com conversas com ex-sócios, ex-parceiros, clientes, ex-clientes. Tiramos referências de mercado sobre a empresa" (informação verbal) [30].

Em suma, as VCs acessam informações sobre os empreendedores de forma sistematizada para poderem tomar a decisão. A questão do desenvolvimento do relacionamento tem em uma das suas vertentes o objetivo de reduzir a assimetria informacional presente no início da relação investidor e investido.

4.3 Processo de decisão: perspectiva do empreendedor (*start-up*)

Ao contrário do que ocorreu nas entrevistas com as VCs, o processo de saturação junto às *start-up*s não foi tão óbvio. Pode-se inferir desse fato que: i) as VCs são processualmente mais elaboradas e, por isso, seguem fatores já estudados ou adaptam empiricamente os mesmos; e/ou ii) os empreendedores no Brasil são relativamente menos maduros quanto ao conhecimento da indústria de VCs, por isso não há um consenso prévio quanto aos objetivos e à dinâmica desta.

[29] Ibid. PEREZ, Francisco, 2013
[30] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013

Assim, houve necessidade de se ampliar a amostra até se atingir a saturação. Inicialmente eram cinco *start-up*s e, por fim, foram entrevistadas nove. Além disso, na compilação dos dados, que serão discutidos abaixo, procurou-se identificar padrões na redundância das respostas dos entrevistados para duas perguntas em específico: i) porque você escolheu a VC "xyz" especificamente? e, ii) quais são os principais fatores de escolha de uma VC?

Sobre os resultados, primeiramente, é importante mencionar que o processo de busca por uma VC não foi objeto de discussão durante as entrevistas com as *start-up*s. Um dos motivos é que se percebeu das discussões com as próprias VCs que a busca reativa (feita a partir da *start-up*) é pouco efetiva e, muitas vezes, evitada pela VC. Assim, partiu-se do próprio processo descrito pela VC (detalhado em seções anteriores) para se discutir o ponto de vista do empreendedor.

Para iniciar a busca e desenvolver um relacionamento investidor e investido, os empreendedores afirmam que precisam saber exatamente o que querem para seus negócios, basicamente se referindo à visão estratégica e ao modelo de financiamento. Esse ponto foi observado em várias entrevistas (Neotriad, Resultado Digital, Ingresse e Petlove) como um dos fatores do processo decisório. Porém, propõe-se neste trabalho classificar esse ponto como uma premissa básica da decisão estratégica da *start-up*. Em outras palavras, considerando que o empreendedor conheça seu negócio, este entenderá quando e como deverá se aliar a uma VC para atingir seus objetivos estratégicos. Assim, essa tomada de decisão de aceitar discutir o financiamento via VC é entendida na pesquisa como o ponto de início do processo e não como fator de escolha.

Branco (2013), por exemplo, explica que buscou entender e estudar sobre o processo da indústria de VCs. Ao entendê-lo, deu um passo atrás na sua busca por um sócio VC, por entender que não estaria preparado naquele momento (informação verbal).[31]

Ao se considerar a questão do "autoconhecimento" como uma premissa para que empreendedores aceitem um sócio VC, pode-se listar que os fatores mais importantes para escolha da VC na visão dos empreendedores, são (listado por ordem decrescente, baseado em número de menções durante as entrevistas):

i. Relacionamento com os gestores dos fundos e, Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio

[31] Entrevista concedida por BARBOSA, Christian (Neotriad). **Entrevista Start-up VI**. [Out. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.

ii. Termos da negociação e, Alinhamento estratégico

iii. *Networking* da indústria

iv. Reputação do fundo

Os quadros 5 e 6 demonstram esses resultados compilados por *start-up*.

Empreendedores Startup	Fatores do Processo Decisório (escala descrescente por importância relativa)
Triad	
	1 Termos da negociação (controle)
	2 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor
	3 Conhecer o próprio negócio e estar preparado
	4 relacionamento com os gestores do fundo
Palpiteiros	
	1 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor
	2 networking na indústria
Ingresse	
	1 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor
	2 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída
	3 relacionamento com os gestores do fundo
	4 termos da negociação (controle)
Medicinia	
	1 Relacionamento com os gestores do fundo
	2 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída
	3 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor
Resultado Digital	
	1 Relacionamento com os gestores do fundo
	2 Conhecer o próprio negócio e estar preparado
	3 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída

Quadro 5- Fatores do Processo decisório das *start-ups* – Parte 1 de 2 (enumerados por ordem de relevância)
FONTE: entrevistas com *start-up*s. Análise própria

Empreendedores Startup	Fatores do Processo Decisório (escala descrescente por importância relativa)
Petlove	1 Relacionamento com os gestores do fundo 2 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída 3 termos da negociação (controle)
Nanovetores	1 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor 2 networking na indústria 3 Reputação do fundo
Diagnext	1 Relacionamento com os gestores do fundo 2 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor 3 networking na indústria
RunRun.it	1 Relacionamento com os gestores do fundo 2 networking na indústria 3 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor 4 flexibilidade para fazer o follow on 5 termos da negociação (controle)

Quadro 6 - Fatores do Processo decisório das *start-ups* – Parte 2 de 2 (enumerados por ordem de relevância)
FONTE: entrevistas com *start-up*s. Análise própria

Nos quadros 5 e 6, estão compiladas as respostas dos empreendedores para a pergunta genérica sobre o que o empreendedor deve considerar como fator para a decisão de escolha da VC. Ou seja, os empreendedores eram alertados para não pensarem especificamente em seus processos, mas apontassem quais são os fatores de decisão importantes quando um empreendedor está em busca de um sócio VC, ainda que não tivessem seguido esses fatores.

Ao determinarem esses fatores e suas relevâncias relativas, os empreendedores se posicionaram como indivíduos experientes, pois haviam passado pelo menos por um processo de *matching*. Em alguns casos, como o da Diagnext, o empreendedor fazia referências explícitas aos fatores que eles deveriam ter considerado. Ou seja, considerando o processo de

escolha no passado e a experiência que tiveram após o *matching*. Em resumo, mencionam que hoje, com mais experiência, os fatores e os pesos seriam diferentes. (informação verbal)[32]

4.4 Os Fatores da tomada de decisão do empreendedor

De volta à pesquisa, o "relacionamento com os gestores dos fundos" foi apontado pelos empreendedores como um dos determinantes essenciais para que o negócio ocorra. Segundo comentários gerais dos entrevistados, precisa haver empatia e confiança nessa relação. Sem isso, não há possibilidade de qualquer outro fator determinar a escolha.

> Recebemos proposta para fazer a mesma coisa em outros dois fundos [...]. Nós decidimos fazer com eles por vários motivos, mas um dos motivos é o relacionamento que já existia. [...] tínhamos uma confiança muito grande na índole do investidor e na filosofia de investimento da casa. [...] acho que o mais importante é a empatia. Se não der certo na relação, acho muito difícil qualquer outra coisa dar certo. (informação verbal)[33]

> Pelo fato de ter um BNDES como um *sponso*r, como um suporte e referência de investimento [...], mas principalmente a relação entre as pessoas que foram o contato regional, o contato local, isso foi determinante, até porque nós tivemos outros casos que a gente não viu florescer um bom relacionamento com o gestor local [...]. Ou seja, sentiu empatia pelo pessoal, sentiu confiança no trabalho deles, se faz a escolha [...]. (informação verbal)[34]

Sobre o relacionamento, Santos (2013) complementa: "Eu acredito que teve uma empatia grande e um respeito mútuo criado ao longo do processo entre nós, empreendedores e os gestores dos fundos, [...] estendendo às outras pessoas que a gente conheceu."[35]

Como foi discutido na seção sobre os processos das VCs, há investimento de tempo e de recursos das VCs no desenvolvimento de uma relação com os empreendedores. Estes últimos, por sua vez, enxergam esse esforço e buscam responder a esse processo. Para o empreendedor

---

[32] Entrevista concedida por SEVERO, Leonardo e COSTA, Leonardo (Diagnext). **Entrevista Start-up I**. [Set. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.
[33] Entrevista concedida por SOARES, Antonio (RunRun.It). **Entrevista Start-up IX**. [Out. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.
[34] Entrevista concedida por RAMOS, Ricardo (Nanovetores). **Entrevista Start-up III**. [Set. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.
[35] Entrevista concedida por SANTOS, Eric (Resultado Digital). **Entrevista Start-up IV**. [Out. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.

há a necessidade de se criar confiança e se reduzir assimetria informacional (sobre a indústria e o próprio fundo). Afinal, na prática, irão adicionar um novo sócio à sua empresa. Assim, trata-se de um relacionamento com perfil de colaboração entre as partes. Segundo Branco (2013), o principal fator é, sem dúvida, o relacionamento: a escolha deve se basear na busca de "um fundo que valorize o empreendedor [...] é como um casamento, você quer casar com uma pessoal que te valorize e que queira crescer contigo. [...] o investidor tem de acreditar em você". (informação verbal)[36]

Também posicionado como um fator determinante de mesma importância para a escolha da VC, os empreendedores mencionaram "a capacidade da VC em agregar tecnicamente ao negócio". Ora pelo conhecimento de gestão de negócios, da utilização da rede de contatos de especialistas (mentores, consultores), ou por meio do conhecimento técnico da VC sobre determinada indústria e/ou tecnologia, os empreendedores contam com as VCs para "coempreenderem". "Os sócios VCs não gostam que eu fale, mas considero-os *co-founders.*" (informação verbal)[37]

> [...] eu gostei [...] por conta dos dois caras que estavam tocando. [...] As ideias deles, o como eles eram em relacionamento, o como ia ser a gestão do dia-a-dia. O cara está presente, se eu tenho alguma coisa eu mando para ele. Não é aquele fundo que a gente é mais uma empresa no portfólio. Não, a gente é a empresa do portfólio, sabe? [...] não é um fundo, é meu amigo.[38]
>
> É a habilidade do investidor de agregar e muitas vezes quer dizer agregar para o investidor. Tem alguns investidores que são absolutamente brilhantes que conseguem ser mentores, técnicos, c*oaching* mesmo [...] o investidor comum coloca dinheiro [...] o bom investidor coloca dinheiro e ajuda com o negócio, ou seja, ajuda com a parte operacional; precisa de um bom contador, ele indica; precisa de cliente, ele ajuda com a apresentação. Isso é um bom investidor. Investidor fenomenal, ele olha para você. Ele vê o reflexo da sua personalidade na empresa, ele fala assim, esse processo está desorganizado, ele percebe que isso é um reflexo do seu gerenciamento e começa a te ajudar a desenvolver esse gerenciamento. [...] ele consegue te dar um *coaching* [...]. (informação verbal).[39]

Ainda sobre a escolha da VC, Ruschel (2013) comenta:

---

[36] Entrevista concedida por BRANCO, Daniel (Medicinia). **Entrevista VIII**. [Out. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.
[37] Ibid. BRANCO, Daniel, 2013
[38] Ibid. BARBOSA, Christian. 2013.
[39] Entrevista concedida por BENARROS, Gabriel (Ingresse.com). **Entrevista Start-up II**. (Set. 2013). Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013

> Ela (VC) sabia que com a *expertise* dela ela conseguiria junto com a gente achar outras maneiras de fazer esse negócio decolar. Coisa que talvez [...] algumas VCs viram isso, mas em nenhum momento pensaram como eu consigo fazer essas caras alavancarem. [...] baseado nesses fatores é que fez com que a gente visse que ali a gente não teria uma VC como investidora, mas uma VC como parceira. Aí que a gente tomou a decisão. (informação verbal)[40]

Na sequencia dos fatores de escolha estão os termos da negociação e o alinhamento estratégico, alinhados sob a mesma relevância.

Sobre os termos ou condições, os empreendedores são especificamente preocupados com o valor que receberão de aporte, quanto deverão ceder em capital da empresa, as questões de controle da administração e as cláusulas de saída. Segundo Santos (2013):

> As condições do negócio foram boas também, não diria que foi o fator principal, mas ele ajudou também com certeza, foi uma flexibilidade importante ao longo do processo de construirmos a quatro mãos um modelo de acordo, que atendia tanto o que nós queríamos no momento quanto as limitações que o fundo tem [...] (informação verbal) [41]

Benarros (2013) conclui a visão do empreendedor sobre a questão dos termos, ao pontuar: “se a cultura é parecida e ele entende você, os termos geralmente fazem sentido”. (informação verbal)[42]

Paralelamente ao fator dos termos, o alinhamento estratégico diz respeito à visão de futuro da empresa. Pontos como: qual mercado prospectar, qual deverá ser o ritmo de crescimento da empresa, como e quando realizar a internacionalização das operações, são alguns dos itens mencionados nas entrevistas. Em suma, segundo os empreendedores, a VC deve compartilhar e comungar das mesmas visões.

---

[40] Entrevista concedida por RUSCHEL, Eduardo (Palpiteiros). **Entrevista Start-up V**. [Out. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.
[41] Ibid. SANTOS, Eric, 2013
[42] Ibid. BENARROS, Gabriel, 2013

> Algumas coisas que influenciaram bastante foram [...] a tese específica do fundo que era muito alinhada com a questão de *Software* como Serviço (SaaS), a proposta de valor para médias e pequenas empresas, sistemas nas áreas de *marketing* e vendas. Então tinha um casamento muito bom de tese do fundo com o nosso próprio negócio.[43]

Ao ser questionado sobre os fatores para escolha da VC, Waldman (2013) complementa falando sobre o alinhamento entre as partes: "primeiro o alinhamento com *e-commerce*, alinhamento com um crescimento rápido e as referências [...]".[44]

Outro fator importante é o *Networking* da indústria. Com esse fator, os empreendedores estão em busca de utilizar a rede de negócios da VC para prospectar mercado, clientes, fornecedores e parceiros. Assim, acelerar o processo de crescimento, geração de receita e a escalabilidade do negócio.

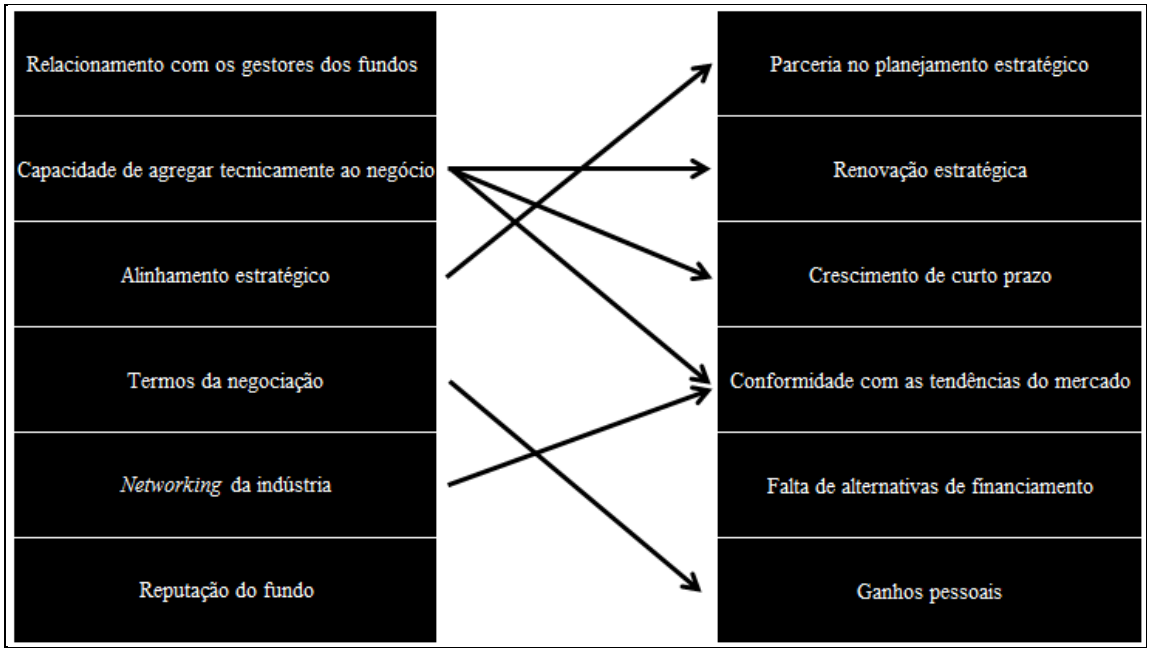
Ainda nas entrevistas, algumas *start-ups* mencionaram especificamente a "reputação do fundo" como um fator importante. A ideia do empreendedor com isso é de se apropriar de uma transferência de reputação, como uma chancela, um selo de qualidade. Além disso, a questão da reputação apareceu em outras duas situações durante as entrevistas: i) quando alguns empreendedores mencionavam que checaram informações sobre a reputação do fundo, e, ii) quando em alguns casos a boa reputação do fundo atraiu positivamente outros investidores para futuras rodadas de aporte (*follow-on*) ou mesmo internacionalização do negócio.

Por fim, o Esquema 5 propõe uma ligação entre os resultados da pesquisa realizada neste estudo (coluna da esquerda) e as similaridades da pesquisa de Botelho e Jonathan (2006) (coluna da direita), que descreve sobre os fatores que motivam o empreendedor a buscar uma VC. É possível observar (nas flechas) que os fatores de decisão da pesquisa são similares àqueles que motivaram a busca, segundo Botelho e Jonathan (2006).

---

[43] Ibid. SANTOS, Eric, 2013

[44] Entrevista concedida por WALDMAN, Marcio (petlove.com). **Entrevista VII**. [Out. 2013]. Entrevistador: Marcos Barcellos C. Silva. São Paulo, 2013.



Esquema 5 - Comparação dos Fatores de decisão das *start-ups*
FONTE: BOTELHO; JONATHAN, 2006, p.360, tradução nossa e entrevistas com *start-up*s. Análise própria

4.5 O contexto institucional brasileiro e a influência nas etapas

De forma geral, foi confirmado que o contexto institucional brasileiro influencia o processo de *matching*. Em primeiro lugar, como observado nas entrevistas, há o aprofundamento do relacionamento entre VCs e *start-up*s. Esse processo é importante para ambos, como fatores de decisão das suas escolhas. Além disso, pode ser racionalmente entendido como forma de se reduzir a assimetria informacional e os custos de agência e, de estabelecer a colaboração em prol do negócio em comum. Segundo, na etapa de negociação, as partes descrevem como será a governança e a administração do negócio. Há uma expectativa do empreendedor em receber apoio à gestão de forma mais direta, o que também é visto como uma necessidade pelo próprio investidor (VC). Por último, considera-se que o contexto institucional brasileiro influencia negativamente a conclusão do processo de *matching* devido ao volume de procedimentos burocráticos e pelo prazo na finalização das etapas.

Sobre a primeira questão da influência do contexto institucional brasileiro, observou-se que o relacionamento entre investidores e investidos, em geral, desenvolve-se deliberadamente em profundidade, o que não é necessariamente visto nos fundos VCs dos países emergentes.

Como a indústria de VCs é relativamente jovem no Brasil, nas entrevistas observou-se que investidores e investidos não vieram necessariamente de um relacionamento prévio direto. Ou seja, não se conheciam diretamente. Ainda assim, sem poder se basear em relacionamento prévio, observou-se que ambos, VCs e empreendedores buscam referências utilizando suas redes de relacionamento. Aqui, tanto no processo de pré-seleção, quanto no processo de escolha, a busca por referências é evidente.

Segundo Arippol (2013), quando o perfil do empreendedor é jovem, "marinheiro de primeira viagem", recém-formado, a VC checa referências com a Faculdade onde o empreendedor estudou, com a sua família e com as pessoas que o conheçam. Já com empreendedores em que há alguma experiência, buscam-se referências no próprio mercado.

Lançando mão de referências, as VCs também buscam estabelecer o próprio relacionamento com o empreendedor. Segundo Grytz (2013),

> "Tem de haver uma liga, criar uma química entre nós e o empreendedor, senão preferimos não fazer o ideal ? [...] e a coisa vem funcionando. Acredito que nós nos tornamos amigos dos empreendedores, mas não necessariamente isso vem de relacionamentos prévios. (informação verbal)"[45].

A mesma visão é compartilhada pelo empreendedor, quando inicia o relacionamento com a VC.

> Especialmente aqui no Brasil, nenhum VC vai investir no dia seguinte vendo uma palestra que você fez para ele num evento. O pessoal investe em relacionamento, evolução, confiança. [...] se a ideia é buscar a VC em algum momento, o empreendedor já deve começar o relacionamento, a discutir o negócio com a VC [...]. Se não fosse o trabalho de relacionamento que eu fiz com os sócios do fundo, [...] não teria sido tão rápido, tão suave e tão bom como foi. (informação verbal)[46]

É baseado nessa dinâmica de busca por referências e pelo aprofundamento do relacionamento, que tanto empreendedores quanto VCs estabelecem a forma de conduzir e desenvolver o *matching* no negócio. Como na teoria dos jogos onde há várias rodadas (rodadas infinitas), o papel da reputação e o desenvolvimento das relações são muito importantes. Ou seja, a postura das VCs no mercado sinaliza em grande medida como ela se posiciona. Também, com

[45] Ibid. GRYTZ, Eduardo, 2013.
[46] Ibid. SANTOS, Eric. 2013.

base nessa reputação construída, acaba-se por atrair e reter empreendedores com posturas similares. Reforça-se a importância do relacionamento junto aos empreendedores para reduzir-se assimetria informacional, a seleção adversa, o risco moral e para sinalizar ao empreendedor o perfil correto da VC.

Na perspectiva do empreendedor, a forma de interagir com as VCs e a leitura do perfil de cada uma determinarão sua reputação. Esta, por fim, deverá se confirmar ao longo das interações e acabará por determinar a atratividade daquela VC para o empreendedor. Conforme o Quadro 7, abaixo, sete dos nove empreendedores levaram em consideração o "bom relacionamento" como fator chave na escolha da VC a qual se relaciona atualmente.

Empreendedores Startup	Fatores de Escolha da VC
Triad	
✓	**a) bom relacionamento**
	b) compartilham a mesma visão estratégica
	c) gestão presente
Palpiteiros	
	a) compartilham a mesma visão estratégica
	b) gestão presente
Ingresse	
	a) gestão presente
	b) reputação
✓	**c) bom relacionamento**
Medicinia	
	a) compartilham a mesma visão estratégica
✓	**b) bom relacionamento**
Resultado Digital	
	a) alinhamento estratégico
✓	**b) bom relacionamento**
	c) o deal foi muito bom
Petlove	
	a) alinhamento estratégico
	b) alinhamento quanto ao ritmo de crescimento
	c) reputação do fundo
✓	**d) bom relacionamento**
Nanovetores	
	a) reputação do fundo
	b) networking na indústria
✓	**c) bom relacionamento**
	d) confiança
Diagnext	
	a) networking na indústria
	b) reputação do fundo
RunRun.it	
	a) reputação do fundo
	b) networking na indústria
✓	**c) bom relacionamento**

Quadro 7 – Fatores da Escolha das VCs pelas *start-ups*
FONTE: entrevistas com *start-up*s. Análise própria

Ou seja, quando questionados especificamente, "qual o fator principal da sua escolha em trabalhar com esta VC?", os empreendedores, na sua maioria apontavam o bom relacionamento entre investidor e investido.

> Eu esperei porque eu gostei desses caras. A gente tem um bom relacionamento, são uns caras que tem uma visão que eu compartilho com a mesma e, vamos juntos, vamos fazer. Eu esperei a hora que eles estivessem

> prontos e a gente acabou fechando. [...] cinco anos, se não foi mais. (informação verbal)[47]

Por outro lado, no caso específico da Diagnext, a falta de uma relação mais próxima à VC foi motivo de frustração *a posteriori*. Durante as entrevistas feitas com um dos sócios e um diretor, ambos expressaram essa frustração e aconselharam futuros empreendedores quanto aos critérios de uma escolha mais madura. Sem dúvida, a questão do bom relacionamento e do apoio às operações foram pontos marcantes em ambas as entrevistas.

> A gente achou que fosse ter um sócio, um parceiro que fosse ser um facilitador de negócios para gente. Que fosse ser um facilitador de crédito, de clientes e tudo mais [...] e até hoje isso não aconteceu. Está sendo a mesma coisa que eu batesse no Banco do Brasil e pedisse lá uma linha de financiamento para os meus clientes. Não tem vantagem nenhuma porque existe uma VC por atrás disso. (informação verbal)[48]

A segunda questão de influência do contexto institucional brasileiro no *matching* é a necessidade do apoio da VC à administração da *start-up*.

Segundo a opinião dos gestores da DGF e da Performa, o investidor minoritário (leia-se VC) deve estar preparado para dar apoio direto à administração das *start-up*s. Eles afirmam que o ambiente de negócios brasileiro é muito complexo.

> Empreender no Brasil é muito mais difícil que em outros lugares do mundo, por questões trabalhistas, fiscais, de acesso ao capital, com relação à formação do empreendedor e do time, com relação a ser empreendedor, com relação ao preconceito dos clientes em contratarem empresas pequenas [...]. (informação verbal)[49]

Assim, nota-se que as gestoras foram tomando maior importância na administração das *start-up*s. Ou seja, dada a necessidade de se focar na gestão e por questões de limitação de recursos, o modelo clássico de diversificação do portfólio das VCs não necessariamente se aplica diretamente ao contexto brasileiro.

---

[47] Ibid, BARBOSA, Christian., 2013.
[48] Ibid, COSTA, Leonardo, 2013.
[49] Ibid, GRYTZ, Eduardo, 2013

Mesmo as VCs que possuem um portfólio diversificado (Monashees, por exemplo), há uma "tropicalização do modelo de diversificação". Basicamente, possuem estruturas e equipes locais que ficam envolvidas na administração das investidas, apoiando mais de perto as *start-ups.*

Também, o empreendedor espera essa interação direta em sua administração. Segundo Grytz (2013), o empreendedor quer da VC um coempreendedor que possa apoiá-lo. Nas palavras do empreendedor Branco (2013), "para VC basicamente você tem de buscar alguém que [...] consiga te ajudar na prática do dia-a-dia. Que não queira te arrochar, te espremer, queira crescer junto". (informação verbal)[50]

> [...] eles são muito *entrepreneurs friendly* [...]. Eu tive a convicção de que se a coisa ficasse ruim eles iriam apoiar, ficar do lado. Ou seja, aquele parceiro de verdade que ajuda quando a situação não está boa. Além disso, sempre se mostram muito transparentes e honestos. Havia outros fundos americanos mais agressivos [...] se a coisa não estiver boa, eles vão apertar. (informação verbal)[51]

Em suma, entende-se que no Brasil, tanto o relacionamento, quanto a proximidade da administração foram adaptações ao modelo tradicional de atuação das VCs nos países desenvolvidos. E essas adaptações foram necessidades observadas, segundo Eduardo Grytz (2013), nas últimas rodadas de investimentos, há aproximadamente cinco anos. Isso demonstra que a partir do modelo, houve adaptações em resposta ao contexto institucional brasileiro.

Por último, devido aos entraves burocráticos institucionais, o processo de *matching* é negativamente afetado com o alongamento temporal das etapas. Como foi proposto no desenho das etapas do processo de *matching,* há um destaque especial ao processo de *due diligence*. Esse processo é relativamente pouco mencionado nas pesquisas dos países desenvolvidos, pois não afetam o processo de efetivação do *matching* diretamente.

No Brasil, merece destaque como uma etapa, pois além de carregar o processo em custos (honorário advocatício, gasto cartorário e com despachante, honorário de contador, tributos), retarda o processo no tempo (pode levar até seis meses, como visto). Além disso, talvez a

[50] Ibid. BRANCO, Daniel. 2013
[51] Ibid. BENARROS, Gabriel, 2013

maior influência negativa para o negócio, seja a frustração dos empreendedores e a paralisia do crescimento e do foco dos esforços da empresa para atender a essa etapa longa do processo, e que não gera necessariamente valor ao negócio.

5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho tem por objetivo determinar os principais fatores que na perspectiva dos investidores (*Venture Capitals*) e investidos (*Start-ups*) motivam ambos a se relacionarem e, consequentemente, decidirem por estabelecer uma sociedade (*matching*).

Considerando que o trabalho tenha sido desenvolvido sob a perspectiva do mercado brasileiro e das suas limitações institucionais, e considerando que o desenvolvimento da indústria de VC é algo relativamente embrionário no Brasil, espera-se que este trabalho apresente com certo ineditismo a discussão combinada dos modelos de decisão do investidor e do investido, assim como, as particularidades de atuação desses indivíduos quando comparado aos mercados de países desenvolvidos, principalmente EUA, onde a indústria de VC teve seu berço.

Para levantamento dos dados, foram realizadas pesquisas junto a VCs e *start-up*s ao longo de um período de três meses (agosto a outubro de 2013), num total de 14 entrevistas (quatro representantes de VCs e dez representantes de *start-up*s).

A partir da análise dos dados e discussão dos resultados das entrevistas, chegou-se às várias confirmações, conforme seguem:

O processo da busca ao aporte das VCs é bastante similar ao encontrado na literatura. Esse processo foi detalhado na pesquisa de Hirisch e Jancowicz (1990) e, quando comparado com o processo brasileiro modelado na pesquisa, observa-se que as etapas são muito similares, ainda que adaptadas para o contexto de negócios brasileiro (vide Esquema 3).

Também, são muito similares os fatores de decisão das VCs na comparação entre os resultados encontrados e as pesquisas publicadas. Observou-se, como nas pesquisas de Zacharakis, Macmullen e Shepherd, (2007) e Batjargal (2007), o peso relativo maior dado ao fator humano e a importância da questão relacional. Ou seja, dado o ambiente institucional pouco desenvolvido, nos países pesquisados como China, Rússia, Coréia do Sul, bem como nos resultados desta pesquisa sobre o Brasil, o fator humano (empreendedor) tem um peso relativo maior quando comparado com pesquisas sobre VCs em países desenvolvidos. Dado que a questão institucional é uma ameaça ao desenvolvimento de negócios, há uma atenção diferenciada da VC na relação junto ao empreendedor.

Além disso, o empreendedor espera que haja mais apoio da VC ao seu trabalho de gestão do negócio. Não necessariamente se aumenta o controle da VC na gestão. Esta procura apoiar o empreendedor na estruturação da sua *start-up* e na sua capacitação como gestor. Como na pesquisa de Ahlstrom e Bruton (2006, p 302), as relações (prévias e/ou novas) se desenvolvem para cobrir o hiato institucional do país. O desenvolvimento das relações entre investidor e investido mitiga riscos de seleção adversa, risco moral e reduz assimetria informacional.

Ainda sobre o empreendedor, foi possível concluir que a busca por capital, assim como aparece em outras pesquisas (vide Referências), não é o principal fator para escolha de uma VC. Novamente, a questão do relacionamento (fator humano) aparece como principal fator de escolha, juntamente com o apoio ao negócio. Ou seja, os empreendedores contam com uma atitude de "coempreendedorismo" por parte das VCs, eles não se preocupam com questões relacionadas à possível perda de controle do negócio. Deliberadamente, esperam que as VCs possuam um papel importante de agregar valor e competências aos seus negócios.

Em geral, os empreendedores se demonstraram satisfeitos com suas escolhas e apontaram o relacionamento (confiança, empatia, reputação) com a VC como parte desse resultado. Aqueles empreendedores que sentiram falta desse relacionamento de apoio dizem que se arrependem de não terem escolhido VCs que atuassem mais próximas aos empreendedores. Por fim, recomendaram que a escolha fosse, principalmente, feita a partir dos fatores de (bom) relacionamento e apoio ao negócio.

Nota-se que comparativamente às VCs, os empreendedores ainda estão em processo de conhecimento dessa indústria. Em geral, nas entrevistas eles expressaram suas experiências de hoje. Por outro lado, pontuaram que poderiam ter passado pelo processo junto às VCs de forma mais madura se conhecessem melhor sobre esse relacionamento à época do início das discussões. Essa constatação é espelho de uma indústria relativamente nova em sua atuação no Brasil, e pode ser considerada parte do processo natural de amadurecimento desse mercado.

Em suma, investidores e investidos atuando no ambiente institucional brasileiro tratam a questão humana como o principal fator para suas escolhas. Por isso, focam suas ações no desenvolvimento do relacionamento entre si. Concluí-se que a efetivação do *matching* em

determinado negócio é, em grande parcela, dependente desse fator sob as duas perspectivas, do investidor e do investido.

Considerando as confirmações acima mencionadas, pode-se concluir que o objetivo principal deste trabalho foi alcançado. Assim, espera-se que este trabalho possa apoiar a indústria de VCs no Brasil, principalmente, pelo esclarecimento aos empreendedores a respeito do que eles deveriam considerar para suas escolhas e estratégias de negócios.

Ainda que o objetivo tenha sido alcançado, vale mencionar algumas limitações deste trabalho, como: amostra relativamente reduzida (foram entrevistadas somente nove pares), interpretação dos dados (já que o processo de saturação e compilação dos dados é de critério nosso) e, problemas de viés na escolha da amostra (*auto-seleção* por parte das VCs, que indicaram suas investidas).

Por fim, é importante também mencionar a recomendação para futuras pesquisas, que venham a complementar este trabalho, como: a) responder de forma objetiva se as expectativas antes e depois do aporte foram alcançadas, do ponto de vista de VCs e *start-up*s. b) avaliar o sucesso dos *matchings* que foram pesquisados neste trabalho, a fim de avaliar se as escolhas podem interferir de alguma forma no resultado do negócio e, c) quantificar o peso dos fatores de decisão de forma a qualificar detalhadamente os resultados.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHLSTROM, David; BRUTON, Garry D. *Venture Capital* in Emerging Economies: Networks and Institutional Change. **Entrepreneurship Theory and Practice**, p. 299–321, 2006.

AMIT, Raphael; GLOSTEN, Lawrence; MULLER, Eitan. Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing. **Management Science**, v. 36, n. 10, p. 1232–1245, 1990.

BATJARGAL, Bat. Network Triads: Transitivity, Referral and *Venture Capital* Decisions in China and Russia. **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 6, p. 998–1012, 2007.

BOTELHO, Antonio J. J.; JONATHAN, Eva G. Brazilian high-tech entrepreneurs perceptions and attitudes towards *Venture Capital*. **International Journal Entrepreneurship and Innovation Management**, v. 6, n. 4/5, p. 356–368, 2006.

BRUTON, Garry D.; AHLSTROM, David; PUKY, Tomas. Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures : A comparison in of the *Venture Capital* industries in Latin America and Asia. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 5, p. 762–778, 2009.

CABLE, Daniel M.; SHANE, Scott. A Prisioner's Dilemma Approach to Entrepreneur-*Venture Capitalist* Relationships. **The Academy of Management Review**, v. 22, n. 1, p. 142–176, 1997.

CRESWELL, John W. Projeto de Pesquisa Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto. 3 edicão. Porto Alegre: ARTMED Editora S.A., 2010.

FITZA, Markus; MATUSIK, Sharon F.; MOSAKOWSKI, Elaine. Do VCs Matter? The Importance of Owners on Performance Variance in *Start-up* Firms. **Strategic Management Journal**, v. 404, n. November 2008, p. 387–404, 2009.

FRIED, Vance H. HISRICH, Robert D. The *Venture Capitalist*: A relationship Investor. **California Management Review**, v. 37, n. 2, p. 101–113, 1995.

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

GEMMELL, Robert M.; BOLAND, Richard J.; KOLB, David a. The Socio-Cognitive Dynamics of Entrepreneurial Ideation. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 36, n. 5, p. 1053–1073, 2012. Disponível em: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6520.2011.00486.x>. Acesso em: 30 Jul. 2013.

GHOBRIL, Alexandre Nabil; CRADOSO, Ruy Lopes; MIYABARA, Walter. O Processo de Tomada de Decisão na Captação de Recursos via *Venture Capital* no Brasil sob a Perspectiva do Empreendedor. *In*: **XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica**. [s.l.: s.n.], 2006, p. 1–16.

GODOY, AS. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. Revista de administração de empresas, 1995. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000200008&script=sci_arttext>. Acesso em: 13 Out. 2013.

GODOY, AS. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. Revista de administração de empresas, 1995. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000300004&script=sci_arttext>. Acesso em: 13 Out. 2013.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh; BLAIR, Margaret M *et al*. What Drives *Venture Capital* Fundraising? **Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics**, v. 1998, n. 1998, p. 149–204, 1998.

GOMPERS, Paul A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of *Venture Capital*. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1461–1489, 1995.

HSU, David H. What Do Entrepreneurs Pay for *Venture Capital* Affiliation? **Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1805–1844, 2004.

ISAKSSON, Anders; CORNELIUS, Barbara; LANDSTRÖM, Hans *et al*. Institutional theory and contracting in *Venture Capital*: the Swedish experience. ***Venture Capital***, v. 6, n. 1, p. 47–71, 2004. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1369106042000175582>. Acesso em: 30 Jul. 2013.

JR. EVANS, George Heberton. The Entrepreneur and Economic Theory: A Historical and Analytical Approach. **Science (New York, N.Y.)**, v. 151, n. 3712, p. 867–8, 1966. Disponível em: <http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/20888544>.

KHANNA, Tarun; KOGAN, Joe, PALEPU, Krishna (2006). Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis. Review of Economics and Statistics, v 88, n 1, p. 69-90, 2006.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. et al. Law and Finance. Journal of Political Economics v. 106, n 6, p 1113-1155, 1998.

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J. Private Equity investing in emerging markets. Journal of Applied Corporate Finance v.15, n 4, p. 8-16, 2003.

LOPES, Mateus Schreiner G.; GARCIA, Valêncio; ROSSI, Luiz Natal. O que os Empreendedores buscam e os Investidores esperam no Financiamento do Capital de Risco em Empreendimentos de Base Tecnológica. p. 1–20, 2006.

MACMILLAN, I A N C; SIEGEL, Robin; NARASIMHA, P N Subba. Criteria Used by Ventures Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. **Journal of Business Venturing**, v. 128, n. 1, p. 119–128, 1985.

MEADE, Nigel. Decision Analysis in *Venture Capital*. **The Journal of the Operational Research Society**, v. 29, n. 1, p. 43–53, 1978.

MILANOV, Hana; SHEPHERD, DA. The importance of the first relationship: The ongoing influence of initial network on future status. **Strategic Management Journal**, v. 750, n. October 2012, p. 727–750, 2013. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2109/full>. Acesso em: 10 Set. 2013.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. **Economics, Organization and Management**. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1992.

RAMALHO, Caio, coord. **Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores**. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), 2011, 14 v. (Série Cadernos da Indústria ABDI).

RAMALHO, Caio; FURTADO, Cláudio Vilar; LARA, Rodrigo. A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* - 2º censo brasileiro. p. 1–436, 2011. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/8419>.

ROBINSON, R. J.; WASSERMAN, N. Venture Capital Negotiations: VCs x Entrepreneurs. *Harvard Business School Cases*, n.1, oct. 1999.

SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X90900658>.

SANDBERG, W.R.; SCHWEIGNER, D.M.; HOFER, C.W. The Use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalists' Decision Processes. **Entrepreneurship Theory and Practice**, n. winter, p. 8–20, 1988.

SCARBROUGH, Harry; SWAN, Jacky; AMAESHI, Kenneth *et al*. Exploring the Role of Trust in the Deal-Making Process for Early-Stage Technology Ventures. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 37, n. 5, p. 1203–1228, 2013. Disponível em: <http://doi.wiley.com/10.1111/etap.12031>. Acesso em: 10 Set. 2013.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico:** uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**.** São Paulo: Abril Cultural, 1982. (Os Economistas).

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

SHAPIRO, Carl; VARIAN, Hal R. **Information Rules:** A Strategic Guide to the Network Economy. Boston: Havard Business Review Press, 1999.

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

SORESEN, Morten. How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of *Venture Capital*. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 6, p. 2725–2762, 2007.

TIMMONS, Jeffry A.; BYGRAVE, William D. *Venture Capital*'s role in financing innovation for economic growth. **Journal of Business Venturing**, v. 1, n. 2, p. 161–176, 1986. Disponível em: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0883902686900121>.

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

ZACHARAKIS, Andrew L .; MCMULLEN, Jeffery S .; SHEPHERD, Dean A . Venture Capitalists ' Decision Policies across Three Countries : An Institutional Theory Perspective. Journal of International Business Studies, v. 38, n. 5, p. 691–708, 2007.

7 ANEXOS

7.1 A – Roteiro de Entrevistas para Empreendedores (*Start-up*)

Antes de iniciarmos, gostaria de agradecer novamente pela disponibilidade e pelo apoio à pesquisa. Seu testemunho como (empreendedor ou *Venture Capital*) é muito importante para tratarmos o objeto central da pesquisa, que é o processo decisório na constituição conjunta de um negócio.

Objetivo da Pesquisa: O objetivo deste trabalho é identificar os fatores de decisão dos empreendedores e das VCs quando buscam uns aos outros para constituírem uma sociedade. Este tema já foi estudado em economias desenvolvidas e emergentes por vários autores. Neste trabalho, em específico, o foco é avaliar a aplicabilidade desses conceitos estudados à realidade institucional brasileira.

Questões éticas: Esta entrevista tem duração de aproximadamente 1 hora, podendo se estender um pouco mais por conta da dinâmica semi-estruturada das perguntas, o que dará liberdade ao detalhamento e ilustrações das histórias. Por fim, a entrevista será transcrita e antes de qualquer publicação serão enviadas aos entrevistados para aprovação final. Partimos da premissa que esta entrevista é feita em concordância espontânea das partes e que as respostas são expressões autenticas das ações e lembranças dos entrevistados, que aceitam compartilha-las para fins de pesquisa.

- E, como se deu a busca por uma *Venture Capital* ou foi o contrário, a VC que buscou vocês?
    - **Caso a procura tenha sido do empreendedor**: o que levou vocês a buscarem o aporte por uma VC?
    - **Caos tenha sido a VC**: como eles acharam a empresa?
- Qual o fator principal da sua escolha para trabalhar com a VC X?
- Havia algum conhecimento pessoal entre as partes que ajudasse a estreitar os laços no início das discussões?
- Além disso, vocês conversaram ou procuraram outras empresas de VCs?

    - **Se sim**: considerando que qualquer VC concede capital, que fatores foram considerados para que vocês escolhessem esta VC em específico? Houve um processo comparativo entre VCs? Se sim, o que vocês compararam?
    - **Se não**: por que vocês não procuraram outras VCs?
- Quais são suas preocupações, como empreendedor, ao se relacionar com um sócio VC?
- Em resumo, se você tivesse de pontuar, quais seriam os principais fatores para o processo de decisão do empreendedor ao buscar o aporte uma VC?
- Sobre esses fatores de decisão, como você classificaria a ordem de importância relativa de cada um, do mais para o menos importante?
- Como foi o processo do aporte? – descrever no tempo e como foi feito.
- Quantos encontros foram realizados até o aporte?

7.2 B – Roteiro de Entrevista Gestoras (*Venture Capital*)

Antes de iniciarmos, gostaria de agradecer novamente pela disponibilidade e pelo apoio à pesquisa. Seu testemunho como gestora (*Venture Capital*) é muito importante para tratarmos o objeto central da pesquisa, que é o processo decisório na constituição conjunta de um negócio.

Objetivo: O objetivo deste trabalho é identificar os fatores de decisão dos empreendedores e das VCs quando buscam uns aos outros para constituírem uma sociedade. Este tema já foi estudado em economias desenvolvidas e emergentes por vários autores. Neste trabalho, em específico, o foco é avaliar a aplicabilidade desses conceitos estudados à realidade institucional brasileira.

Questões éticas: Esta entrevista tem duração de aproximadamente 45 minutos, podendo se estender um pouco mais por conta da dinâmica semi-estruturada das perguntas, o que dará liberdade ao detalhamento e ilustrações das histórias. Por fim, a entrevista será transcrita e antes de qualquer publicação serão enviadas aos entrevistados para aprovação final. Partimos da premissa que esta entrevista é feita em concordância espontânea das partes e que as respostas são expressões autenticas das ações e lembranças dos entrevistados, que aceitam compartilha-las para fins de pesquisa.

- Qual é a tese de investimento do fundo ou da gestora?
- Em que etapa da empresa vocês investem?
- E, como se deu a busca por esta *start-up*, ou foram eles que acharam vocês?
    - **Caso a procura tenha sido do empreendedor**: o que levou vocês a realizarem o aporte neles?
    - **Caso tenha sido a VC**: como vocês acharam a empresa?
- Havia algum conhecimento pessoal entre as partes que ajudasse a estreitar os laços no início das discussões?
- Em resumo, como é o processo de busca por novas *start-up*s?
- Na sequência da busca, quais são os outros processos até a escolha da *start-up*?
- Que fatores são considerados para tomada de decisão em que a empresa investir?

- Como você os classificaria por ordem de importância?
- Quais são suas preocupações, como VC, ao se relacionar com novos empreendedores?
- Sobre esta *start-up* em específico, quais foram os fatores que pesaram favoravelmente para a escolha? O que diferencia esta *start-up* de outras?
- Ao longo do processo de avaliação, como vocês acessaram informações sobre o empreendedor?