



Revista de Administração : Ensino e Pesquisa

Administração: Ensino e Pesquisa

ISSN: 2177-6083

ISSN: 2358-0917

raep.journal@gmail.com

Associação Nacional dos Cursos de Graduação em
Administração
Brasil

Campani, Carlos Heitor; Maranhão, Flávia Schwartz; Alvarenga, Henrique
de Castro Augusto; Lima, Max Borges Alves; Guimarães, Renato Silveira
Antera: os desafios da gestão do capital empreendedor
Administração: Ensino e Pesquisa, vol. 17, núm. 3, 2016, Setembro-, pp. 509-535
Associação Nacional dos Cursos de Graduação em Administração
Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=533560871005>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org

UABM redalyc.org

Sistema de Informação Científica Redalyc
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal
Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa
acesso aberto

ANTERA: OS DESAFIOS DA GESTÃO DO CAPITAL EMPREENDEDOR

ANTERA: THE CHALLENGES OF PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL MANAGEMENT

Recebido em: 08/07/2016 • Aprovado em: 31/08/2016
Avaliado pelo sistema *double blind review*
Editora Científica: Claudia Stadtlöber
DOI 10.13058/raep.2016.v17n3.470

CARLOS HEITOR CAMPANI *carlos.heitor@coppead.ufrj.br*

FLÁVIA SCHWARTZ MARANHO

HENRIQUE DE CASTRO AUGUSTO ALVARENGA

MAX BORGES ALVES LIMA

RENATO SILVEIRA GUIMARÃES

COPPEAD - UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

RESUMO

Este caso descreve os desafios encontrados por uma gestora de fundos de investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital* (PE&VC), cujo crescimento é impulsionado pela crescente demanda por capital semente no Brasil, e as consequentes mudanças e adaptações que o mercado nacional impõe ao modelo de investimento, que, embora já seja validado internacionalmente, carece de muito desenvolvimento no país. As métricas usadas para avaliar risco e retorno de cada projeto e a ordenação dos projetos candidatos, a expansão da empresa com a chegada de um novo fundo de investimento na carteira e a iliquidez característica do investimento estão por trás dos dilemas enfrentados pelos sócios. Nesse contexto, o professor deverá trabalhar com os alunos as implicações dos elementos discutidos no caso e as opções existentes para a gestora de forma a construir uma estratégia sustentável para seleção de empresas investidas.

Palavras-chave: Capital empreendedor. Seleção de carteira. Empresas investidas. Caso de ensino.

ABSTRACT

This case describes the challenges faced by a Private Equity and Venture Capital (PE&VC) manager, whose growth is driven by the increasing demand for seed capital in Brazil. It also addresses the consequent changes and adjustments that the domestic market requires from such investment model that, in spite of already having been validated internationally, still needs more development in the country. The metrics used to assess risk and return of each project and the ordering of candidate projects, the company's expansion with the arrival of a new investment fund in the portfolio and the characteristic illiquidity of the investment are behind the dilemmas faced by the partners. In this context, the professor should work with the students about the implications of the elements discussed in the case and the alternatives for the manager, in order to build a sustainable strategy for investees selection.

Keywords: Private equity. Venture capital. Portfolio selection. Investees. Teaching case.

INTRODUÇÃO

O Rio de Janeiro já é bonito por natureza, mas, durante o verão de 2015, de alguma maneira, a cidade conseguiu se superar em exuberância. Do escritório da Antera, no Jardim Botânico, zona sul da cidade, Robert E. Binder, José Arnaldo Deutscher, diretores e sócios-fundadores da empresa, e André Massa, que completa o time de sócios-diretores, esperavam para iniciar a primeira reunião do dia, enquanto constataavam a beleza dos canários da terra que alegravam a cidade com seus cantos e acrobacias. Nesse momento, os pássaros pareciam oferecer um espetáculo particular nas janelas da sala de reuniões.

Sobre a mesa de Binder, entre as correspondências do dia, uma notícia muito boa para a companhia: acabara de ser aprovado o regulamento do novo fundo a ser gerido pela Antera, o Primatec. Esse fundo seria destinado a investir em empresas emergentes de base tecnológica residentes ou egressas de Parques Tecnológicos ou Incubadoras de empresas e seria estruturado como um Fundo de Investimento em Participações (FIP) seguindo as normas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). A implantação desse novo fundo reforçava a posição da empresa como uma das maiores e mais conceituadas gestoras de recursos em capital semente do país.

Ainda pendente sobre a mesa estava o jornal do dia, que na capa trazia como manchete um novo aumento na taxa básica de juros (SELIC), a alta no desemprego, os estoques elevados e os cortes de orçamento na indústria. Enquanto José Arnaldo e André Massa conversavam sobre as notícias do dia, Binder refletia a respeito da conjuntura econômica do país e do desafio que o Primatec representava. Para ele, os cenários eram cíclicos e existiam boas oportunidades, em qualquer momento, para quem estivesse disposto a assumir o risco e possuísse visão de longo prazo. Mas o problema que mais o perturbava era outro: quais critérios eles adotariam para selecionar as empresas que receberiam investimentos do novo fundo?

ANTECEDENTES

As atividades de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE&VC) no Brasil se iniciaram na década de 1970, por meio da abertura de três subsidiárias do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) para atuação no mercado de capitais: Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), responsável por investimentos no setor metalomecânico; Insumos Básicos S.A. Financiamentos e Participações (Fibase), que atuava no setor de insumos básicos; e Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa), que apoiava os demais setores. Essas três subsidiárias viriam a formar o que hoje é a BNDESPAR, provendo recursos para a capitalização das empresas por meio de ações e debêntures conversíveis, visando à futura abertura de capital das empresas na bolsa de valores.

A década seguinte foi marcada pela hiperinflação, tendo em suas raízes, ironicamente, tentativas frustradas de controle da inflação por parte do governo, que inclusive envolveram seguidas trocas de moeda. A atividade de PE&VC ficava, assim, refém da visão de curto prazo que havia tomado conta do país. Era impensável se falar em ciclos de investimento de 10 anos quando toda a movimentação do mercado ocorria em *overnight*. Além da conjuntura econômica adversa, a política do país não vivia seus melhores momentos. Binder ainda recorda de seus tempos de diretor financeiro de uma grande multinacional do ramo petrolífero: “Eu administrava a área financeira, a inflação chegou a 3% ao dia. O dinheiro que entrava tinha que ser imediatamente aplicado, caso contrário, perdia valor. Some-se a isto o cataclismo político que o país vivia, chamado ditadura, e que vigorou no Brasil de 64 até 85”.

Somente a partir de 1994, com a chegada do Plano Real e a consequente estabilização econômica, criaram-se condições mínimas tanto de planejamento de longo prazo como de credibilidade da economia, ambos pilares necessários para a retomada das atividades de PE&VC, que pouco haviam evoluído desde as primeiras tentativas ocorridas em 1981 (Brasilpar, CRP e Sociedades de Capital de Risco).

No final da década de 1990, o sucesso da Nasdaq, nos Estados Unidos, serviu de estopim para um grupo de empreendedores cariocas começar a reunir-se

em torno da ideia da criação de uma associação de capital empreendedor no Brasil. Iniciava-se, então, no ano 2000, a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), que, em 2004, daria origem à Associação Brasileira de Venture Capital (ABVCAP). De forma não planejada, já trabalhavam juntos na construção da ABVCAP os fundadores da Antera Gestão de Recursos.

DESAFIOS DO SETOR

Apesar de apresentar expansão nos últimos anos, o setor de PE&VC enfrentava importantes desafios para continuar seu desenvolvimento no Brasil, tais como o marco regulatório, a legislação trabalhista, a carga tributária, o custo de oportunidade e o ambiente de negócios burocrático, entre outros.

Em meio a todos esses desafios, o marco regulatório do setor era especialmente importante, pois protegia os credores e penalizava, ou reduzia o incentivo, à ação de empreendedores e investidores. Tal situação era sentida na pele pelas pequenas empresas. Por exemplo, uma *startup* deveria ser uma Sociedade Anônima (SA) para receber aportes de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE) e Fundos de Investimento em Participação (FIP). A partir do momento em que se tornam SAs, as empresas precisam atender a legislação correspondente, que faz pouca distinção entre o que se exige de pequenas e grandes empresas. Existia, portanto, um ambiente hostil e de alta burocracia para o desenvolvimento da indústria de capital empreendedor no Brasil.

Além do desafio regulatório, os gestores dos fundos também enfrentavam outra importante questão: a iliquidez de seus investimentos. Mesmo para empresas bem-sucedidas nas fases de *startup*, decolagem e expansão, nada poderia garantir que existiriam adquirentes dispostos a comprar a participação dos fundos de investimento que levaram essas empresas até aquele estágio de maturidade. Em resumo, existiam *gaps* de liquidez na cadeia de investimentos da indústria de PE&VC no Brasil.

A criação do segmento do Bovespa Mais, pela BM&FBovespa, serviu como uma tentativa de amenizar o problema, nesse sentido, fortalecendo o mercado de capitais brasileiro e fomentando o crescimento de pequenas e médias empresas. Sua criação passou a permitir que pequenas e médias companhias entrassem de forma gradual na bolsa, diminuindo a barreira de entrada existente e aumentando a exposição a potenciais investidores. De acordo com Binder, o Bovespa Mais representaria o futuro, mas ainda seriam necessárias diversas mudanças para sua consolidação.

No caso das gestoras de fundos de *Venture Capital Early Stage*, o acesso ao capital também era desafiador. Existiam poucos investidores no país dispostos a investir em fundos desse tipo. Nos últimos anos, o volume de recursos disponíveis para esse setor aumentou, porém também aumentou o número de *gestores* no mercado, de forma que a concorrência cresceu, tanto por recursos privados quanto nos editais públicos (BNDES e FINEP, por exemplo).

Como alternativa aos editais públicos e na tentativa de minimizar eventuais impactos do aumento da concorrência, a busca por capital privado era uma forte alternativa. Nesse sentido, por atuar como importantes atores no mercado de PE&VC de outros países, os *Family Offices* e as *Corporate Ventures* eram vistos pela Antera como a nova fronteira de crescimento do mercado brasileiro. Os *Family Offices* seriam escritórios que administram fortunas familiares, normalmente, acima de R\$50 milhões. Já as *Corporate Ventures* seriam braços corporativos que investem recursos em *startups* ou em empresas extremamente pequenas.

A ANTERA E O CRIATEC

A Antera nasceu em 2005, com o objetivo de ocupar uma lacuna no setor de capital de risco, já que não existiam, naquele momento, fundos relevantes de capital semente no país. Com essa visão, a empresa foi criada aliando a ampla experiência de Binder e José Arnaldo com a energia de dois jovens recém-formados em negócios. Com este grupo de pessoas, iniciou-se a montagem da estrutura do que seria um fundo de capital semente, o que envolvia definições de assuntos como processo de prospecção das *startups* investidas, modelo de análise e valoração, processo de acompanhamento e de avaliação, entre outros aspectos. O primeiro movimento foi a criação de um fundo de capital semente com foco em energia, o Proseed Energia. Essa tentativa de captação privada para a criação do fundo não se concretizou, pois somente um investidor (no caso, internacional) se dispôs a aportar capital.

No início de 2007, o BNDES lançou o edital público para administração e gestão do que viria a ser o Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (Criatec). O BNDES se comprometia a investir R\$80 milhões no fundo e demandava que fossem criadas seis dependências em cidades diferentes para prospectar empresas portadoras de inovação. Havia, também, uma recomendação de que as empresas deveriam atuar preferencialmente em algum dos setores prioritários da recém-definida política industrial do país. Como o foco do fundo seria inovação, Binder procurou um parceiro que pudesse contribuir com conhecimento na área e, assim, chegou ao Instituto Inovação, uma consultoria, de Belo Horizonte, com bastante experiência na área de transferência de tecnologia. Foi, então, formada uma parceria que envolveu a compra de participação do Instituto Inovação no capital da Antera e que venceu o edital para a gestão do Criatec em concorrência acirrada com sete outras instituições.

No quarto mês de atuação do fundo, o Banco do Nordeste do Brasil resolveu investir no Criatec e comprometeu R\$20 milhões adicionais, assim, constituindo um fundo de R\$100 milhões. Após um período inicial de dois anos, o Instituto Inovação criou a Inseed Investimentos e o Fundo Criatec passou a ser gerido em regime de cogestão.

O fundo possuía uma meta de investimento em 50 empresas, considerando investimentos variando entre R\$1,5 e R\$5 milhões por empresa. Inicialmente, o período de investimento era estimado em quatro anos, e o período de desinvestimento, em seis, totalizando, portanto, um prazo para o fundo de 10 anos, que poderia ser prorrogado por mais cinco. Durante os primeiros quatro anos de atuação, o chamado período de investimento, foram analisadas mais de 1.800 propostas de investimentos e 42 destas foram apresentadas ao órgão superior do fundo, o Comitê de Investimentos, que decidiu pela aprovação de 36 projetos de investimento.

A Antera Gestão de Recursos iniciou sua trajetória visando investir prioritariamente em empresas inovadoras no estágio inicial de desenvolvimento – com especial predileção por novas tecnologias em que o país tivesse condições reais de liderança, como energia e tecnologias limpas, biotecnologia e ciências da vida, agronegócio e tecnologia da informação. O Criatec, primeiro fundo gerido pela Antera, seguiu essa direção. Geralmente, os investimentos realizados pelo fundo representavam a primeira injeção de capital que a empresa selecionada recebia e, em alguns casos, contava com a atuação conjunta de investidores anjos. A estratégia da Antera era liderar a primeira rodada de investimentos e continuar provendo apoio estratégico e financeiro ao longo do processo de crescimento da empresa. Além do importante apoio na aceleração das empresas, a gestora acreditava que, assim, conseguiria ajudar os empreendedores à frente de suas investidas a construir um bom relacionamento com a comunidade de investimentos, e outros potenciais financiadores, para que pudessem seguir expandindo seus negócios com sucesso em cada etapa do crescimento.

Para atender o fundo Criatec, a operação da Antera, em 2015, contava com mão de obra qualificada em seus sete escritórios regionais, nos estados de Santa Catarina, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Pernambuco, Ceará e Pará, assim como um time interno com foco em governança, *compliance*, administração e finanças, e todo o conhecimento dos seus sócios. Essa estrutura foi fundamental para o funcionamento adequado do fundo. Segundo Binder, no entanto, algumas restrições operacionais nunca seriam superadas: era o caso do tamanho da carteira que cada gestor










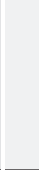


e analista regional comportaria (quatro empresas) e o raio de distância máxima a ser percorrido pelos regionais (150km) para conseguir prestar um acompanhamento de qualidade aos empreendedores à frente das investidas.

Apesar da existência de um edital que detalhava como deveria funcionar o fundo, a estrutura construída em torno do Criatec foi um trabalho de cocriação em ação, entre os cotistas e a equipe da Antera. Nas palavras de Binder:

Eu diria que o Criatec seria 70% concepção do BNDES e 30% concepção nossa, a gente levou muita coisa importante para o Criatec. Sabíamos exatamente o que tinha que ser feito. Para fazer um investimento, iríamos acertar e iríamos errar. O que manda nessa atividade é a Teoria do Portfólio, ou seja, alguns se perdem, e outros dão certo. Então, em uma carteira, se conseguíssemos escolher alguns que se destacam, o resultado obtido poderia ser muito bom. A nossa proposta para o Criatec era de tentar um retorno de 43% corrigido, ou seja, além da inflação. Hoje não seríamos tão ambiciosos, mas eu acho que um retorno real de 30 a 35% ao ano seria um bom parâmetro para buscarmos em uma carteira desse tipo.

Na árdua tarefa de construção da carteira, alguns desafios mereciam destaque, tais como a definição de métricas usadas para avaliar risco e retorno das empresas e a definição de critérios para priorização de *deal flow* no processo de análise. Os investimentos de *venture capital* priorizariam empresas com grande potencial de crescimento, uma vez que elevadas taxas de retorno são critério essencial para justificar os custos elevados envolvidos na estruturação, negociação e monitoramento do investimento. Além do fato de que também compensariam a baixa liquidez e o risco associados ao investimento em empresas fechadas ou de baixa capitalização.

Figura 1 - Empresas e setores do Criatec

Solução / Setor	TI / Eletrônica	Agronegócios	Saúde Humana	Energia	Mídia/Entreteni mento	Multisetorial
Biotecnologia		   	    			 
Robótica						
Equipamentos Médicos			 			
Novos Materiais						  
Nanotecnologia						
Química						
Software	   				 	
Hardware						
Sistemas (H + S)		 				

Fonte: ???

A remuneração da Antera foi calculada através de uma taxa de 4% sobre o valor do capital comprometido do fundo durante os primeiros quatro anos, com proporcional diminuição a partir do quinto ano, quando passou a ser calculada sobre o capital aprovado para investimentos pelo Comitê de Investimento e, mais tarde, nos últimos anos do fundo, passou a ser calculada via orçamento aprovado pelos cotistas. A taxa inicial de 4% era bem superior à taxa que o mercado privado estaria disposto a desembolsar, no entanto uma taxa inferior a esta inviabilizaria montar a estrutura de alcance nacional desejada pelos cotistas.

Durante o período de investimento do Criatec, as 36 *startups* que receberam investimento do fundo estariam distribuídas em setores classificados como agronegócio, energia, mídia/entretenimento, multissetorial, saúde humana e TI/Eletrônica. As empresas investidas baseavam seus modelos de negócios em soluções tecnológicas de diferentes áreas: biotecnologia, robótica, equipamentos médicos, novos materiais, nanotecnologia, química, *software*, *hardware* e sistemas. A figura 1 ilustra como os investimentos realizados se distribuiriam a partir dessas duas perspectivas.

O PRIMATEC

No sentido de seguir o mesmo caminho de incentivar a expansão do investimento em empresas emergentes de base tecnológica, a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), a partir do programa Inova Empresa, divulgou, em 2013, a aprovação do consórcio vencedor do edital para gestão do fundo Primatec. O consórcio vencedor desse novo fundo era formado pela Antera Gestão de Recursos S.A. e a Brain Ventures Gestão de Negócios S.A. Apesar de o resultado do edital ter sido publicado em agosto de 2013, os processos de *due diligence* do consórcio, assim como de negociação e aprovação do regulamento do fundo, levariam cerca de dois anos, de forma que somente em junho de 2015 o regulamento final foi aprovado e o fundo passaria a entrar em operação.

O Primatec era um fundo de R\$40 milhões (valor que seria inicialmente investido pela FINEP, mas que ambicionava captar outros R\$60 milhões no mercado), concebido para investir em empresas inovadoras de base tecnológica, com alto potencial de crescimento e cuja origem estaria ligada a parques tecnológicos ou incubadoras.

Os critérios de seleção utilizados para o Primatec deveriam se valer das lições aprendidas com a experiência obtida durante os anos à frente do Criatec. Um dos itens em que havia consenso sobre a importância para o sucesso do processo seletivo era o perfil do empreendedor. Tal item consideraria características psicológicas e comportamentais que seriam importantes na evolução do negócio. José Arnaldo, desde o início dos investimentos do primeiro fundo, salientava tal importância: “O gestor tem que estar motivado, pois motivação não é algo que entregamos. Desde o início, insisti no ponto de apostarmos no *jockey*, e não no cavalo. O tempo tem mostrado que estávamos corretos”.

Outro ponto de diferença entre os dois fundos estaria na estrutura de gestão das investidas. Diferentemente das regionais utilizadas no Criatec, o Primatec apoiar-se-ia na relação de parceria com as incubadoras e os parques tecnológicos. Cada parceiro indicaria um responsável pela parceria, que seria o ponto de contato principal do fundo. Outra importante inovação

desse fundo referia-se ao modelo de distribuição da taxa de *performance*. O fundo havia sido planejado de forma que os parques tecnológicos e as incubadoras poderiam obter retorno financeiro a partir do sucesso da carteira de investimentos. Com esse objetivo, fazia parte do acordo que 30% da *performance* alcançada pelas cotas da FINEP seriam distribuídos por mérito entre os parques tecnológicos e as incubadoras da rede, de forma que foi criada uma classe de cotas especial para a FINEP que permitiria operacionalizar essa distribuição sem afetar a *performance* alcançada pelos demais cotistas. Os gestores, seguindo o exemplo da FINEP, também distribuiriam 10% das suas taxas de *performance* para os parques e as incubadoras que contribuíssem com o resultado final do fundo.

PRÓXIMOS PASSOS

A pauta do dia na Antera trazia pontos recorrentes. Apesar de terem realizado alguns bons desinvestimentos de empresas da carteira Criatec, ainda era perceptível a falta de liquidez de empresas emergentes no Brasil quando comparada com países que possuíam o setor de investimentos mais maduro. Dependendo do tamanho da empresa e do estágio de desenvolvimento, existiam poucas grandes empresas nacionais ou fundos de PE&VC que poderiam se tornar eventuais adquirentes de participação das empresas investidas.

Outros pontos recorrentes eram a burocracia e o ambiente regulatório brasileiro, que impediam, atrasavam e oneravam, sem necessidade, a chegada de produtos inovadores ao mercado. Essa situação era grave e diminuía a atratividade de *startups* inovadoras de base tecnológica, pois, em alguns casos, além de atrasar a entrada de novos produtos no mercado, chegava a inviabilizar completamente o lançamento de alguns deles.

As novidades do dia estavam principalmente por conta do novo fundo Primattec. A preocupação de Binder tornar-se-ia o principal assunto da reunião daquela manhã: a atividade de seleção das investidas do fundo, envolvendo a definição dos critérios para o processo de prospecção ativa de boas empresas e de escolha das melhores oportunidades de investimento. Para os três sócios da Antera, estava claro que, quando conduzido com excelência, o processo de seleção de empresas investidas poderia fazer o Primattec *performar* de forma a torná-lo um modelo de referência em termos de escolha-aceleração-desinvestimento e fortalecer a imagem da gestora como símbolo de vanguarda no mercado de capital empreendedor brasileiro.

NOTAS DE ENSINO

OBJETIVOS EDUCACIONAIS DO CASO

O Caso Antera tem como objetivo permitir que os estudantes vivenciem e discutam aspectos iniciais da gestão de investimentos de PE&VC, por meio do debate sobre a influência do cenário político e econômico, as características dessa categoria de investimento e as decisões estratégicas dos fundos gestores, especialmente, quanto aos critérios utilizados para seleção das empresas que receberão investimentos do fundo. O caso permite que os estudantes se projetem nos papéis dos personagens, três sócios que enfrentam o desafio de selecionar novas empresas que receberão investimentos e que, acima de tudo, deverão entregar o desempenho esperado pelos cotistas do fundo.

UTILIZAÇÃO RECOMENDADA

Este caso é apropriado para o uso em cursos de programas de Mestrado em Administração, MBAs Executivos, e em disciplinas de programas de graduação que envolvam conhecimentos de finanças, estratégia, empreendedorismo e crescimento corporativo.

PROTAGONISTAS E FONTES DE INFORMAÇÃO

As informações foram coletadas em 2015 e 2016, por meio de entrevistas semiestruturadas com Robert E. Binder, José Arnaldo Deutscher e André Massa, sócios da Antera Gestão de Recursos. Fontes secundárias foram utilizadas para obter informações sobre o setor de PE&VC, o mapeamento dos *stakeholders* envolvidos e os dados históricos. Visitas de campo a incubadoras e aceleradoras envolvidas com a indústria de *startups* de base tecnológica no Brasil foram realizadas para melhor compreender a dinâmica do investimento em capital semente.

RELEVÂNCIA DO TÓPICO

O Caso Antera apresenta relevância por estimular a discussão acerca da indústria de PE&VC a partir de uma perspectiva brasileira. Faria e Figueiredo (2013) destacam o mérito da questão diante da baixa produção de casos no país. O caso também proporciona uma plataforma para o debate sobre os cenários político e econômico brasileiros e a discussão no tocante ao desenvolvimento da atividade empreendedora pautada pela lógica da inovação, através de iniciativas privadas e públicas, como os Fundos Criatec e Primatec. O tema merece destaque, pois, em 2014, o Brasil ocupou uma posição importante no *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM), aparecendo como líder dos BRICS e à frente de países como Estados Unidos e Reino Unido em alguns dos quesitos pesquisados.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

A principal problemática do caso está na definição dos critérios e métricas para a seleção de empresas que receberão investimentos de VC. Em geral, métricas de risco e retorno não estão disponíveis para tais empresas, além do fato de ser difícil de comparar com empresas já amadurecidas. As questões a seguir servem para nortear a dinâmica da discussão em plenária, bem como preparar os participantes para a discussão da problemática principal.

- Abertura: Qual o perfil do empreendedor brasileiro? Por que isso é importante para a Antera?
- Quais características do empreendedor são relevantes para o reconhecimento de uma oportunidade?
- O que o empreendedor precisa para transformar uma oportunidade em uma proposta de valor?
- Qual o peso dos recursos intangíveis no processo de criação e precificação da proposta de valor de uma *startup*?
- Qual deveria ser, portanto, a política de seleção de investidas da Antera? Devem-se utilizar métricas multidimensionais ou uma métrica única? Por quê?

PLANO DE ENSINO

O caso foi desenvolvido esperando que os alunos realizem a leitura e preparação prévia para a aula. Uma vez em sala de aula, o professor deve dividir a turma para a discussão em pequenos grupos. O tempo dessa etapa pode variar de 20 a 30 minutos.

A aplicação do caso de ensino segue um processo indutivo de aprendizagem, isto é, apenas o material disponível no caso é suficiente para o aprendizado dos conceitos propostos. O professor, entretanto, pode preferir que os alunos tenham contato com os conceitos teóricos previamente. Se esse for o caso, é indicada a leitura prévia dos capítulos 1, 2, 3 e 5 do livro *Manual de Private Equity e Venture Capital* (ROSSI, 2010), assim como dos artigos 6 *Miths About Venture Capitalists* (MULCAHY, 2013) e *How Venture Capital Works* (ZIDER, 1998). Tais leituras tornarão os conceitos trabalhados familiares para os alunos.

De volta à classe, deve ter início a discussão em plenária conduzida pelo professor. Esta etapa deve ter duração total entre 50 e 80 minutos, de acordo com a distribuição dos horários da instituição de ensino superior. A abertura da discussão em plenária deve demorar de 15 a 20 minutos. Para a análise das questões do caso devem ser reservados de 30 a 50 minutos. O encerramento da discussão em plenária terá a duração dos minutos restantes, de 5 a 10 minutos.

QUAL O PERFIL DO EMPREENDEDOR BRASILEIRO? POR QUE ISSO É IMPORTANTE PARA A ANTERA?

A abertura da discussão deverá ser usada para garantir que todos os alunos estejam no mesmo patamar de compreensão em relação à criação de tecnologia na indústria em que a empresa focaliza seus investimentos. Com esse objetivo, a sessão plenária pode ser iniciada pela apresentação do vídeo “Vai Que Dá: A Cara das Startups Brasileiras” (Disponível no Youtube). Em seguida, o professor deverá encaminhar a discussão com a seguinte pergunta “Qual o perfil do empreendedor brasileiro?”.

Os alunos deverão ser capazes de indicar quais características contribuíram para que o Brasil chegasse a ocupar, em 2014, posição de destaque no *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM), o maior estudo em andamento sobre o empreendedorismo no mundo. É esperado que os alunos citem, por exemplo: senso de oportunidade, desejo de estar à frente do próprio negócio, maior predisposição ao risco, desejo de transformar conhecimento em valor e desejo de elevar o padrão de vida. O professor poderá, então, abordar a questão: “por que isso é importante para a Antera?”. O objetivo da pergunta é despertar nos alunos a percepção de que o perfil do empreendedor deve ser considerado no processo de seleção das empresas investidas e que, na maioria dos casos, ele é o responsável pelo reconhecimento de uma oportunidade, introduzindo a próxima questão para discussão.

QUAIS CARACTERÍSTICAS DO EMPREENDEDOR SÃO RELEVANTES PARA O RECONHECIMENTO DE UMA OPORTUNIDADE?

Para este segundo momento da discussão, espera-se que os alunos pontuem aspectos como identificação de necessidades, possibilidade de escala do modelo, diferenciação e inovação, observação, pesquisa e análise. Ardichvili, Cardozo e Ray (2003) apresentam um *framework* para explicar o processo de identificação de uma oportunidade. Para os autores, a criação de um negócio bem-sucedido segue um processo de desenvolvimento de oportunidade igualmente bem-sucedido. Esse processo inclui o reconhecimento de uma oportunidade, sua avaliação e o próprio desenvolvimento. Os autores sugerem, também, traços da personalidade (como otimismo e criatividade), redes sociais, estado de alerta, conhecimentos prévios e assimetria de informação e o próprio tipo de oportunidade como os principais antecedentes da identificação de uma oportunidade.

Uma vez reconhecida a oportunidade, o empreendedor precisa ser capaz de transformá-la em proposta de valor e, nesse momento, o professor pode encaminhar a terceira questão para discussão.

O QUE O EMPREENDEDOR PRECISA PARA TRANSFORMAR UMA OPORTUNIDADE EM UMA PROPOSTA DE VALOR?

A idealização de uma solução precisa ser avaliada, modelada e enriquecida para que seja transformada em oportunidade de negócio. Diferenciar uma ideia de solução genial de uma oportunidade de negócio é o primeiro passo fundamental para a construção de um negócio promissor. Espera-se que os alunos pontuem que essa transformação é parte de um processo com foco em entender mais do problema ou da necessidade, conhecer mais o cliente, passando pela análise do tamanho do mercado e seus competidores e da própria proposta de valor.

Osterwalder e Pigneur (2011) conceituam proposta de valor como a forma com que a empresa cria valor para um determinado seguimento de cliente e diferencia-se da concorrência. A ferramenta do Canvas proposta pelos autores permite o aprofundamento da discussão sobre proposta de valor e pode ser utilizada pelo professor para alguma atividade específica, caso o tempo de aula permita. Após a discussão anterior sobre o processo de criação da proposta de valor, o professor pode introduzir a próxima questão a respeito do peso dos recursos intangíveis nesse processo.

QUAL O PESO DOS RECURSOS INTANGÍVEIS NO PROCESSO DE CRIAÇÃO E PRECIFICAÇÃO DA PROPOSTA DE VALOR DE UMA STARTUP?

Uma das discussões mais desafiadoras na área de gestão contempla os recursos intangíveis. O desenvolvimento da criatividade, do conhecimento e de novas ideias tem papel importante no crescimento econômico em uma era em que modelos de negócio inovadores permitem a obtenção de vantagens competitivas sustentáveis.

A perspectiva da Visão Baseada em Recursos, do inglês *Resource-Based View of the Firm*, considera as organizações como um conjunto de recursos, tangíveis e intangíveis (WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991, 2001), e ressalta que os corretos conhecimento e aplicação dos recursos são fatores determinantes para se atingir uma vantagem competitiva sustentável e, portanto, o desempenho superior (BARNEY, 1991). O professor pode fomentar a discussão perguntando sobre as características necessárias aos recursos para que sejam considerados fontes de vantagens competitivas sustentáveis: valiosos, raros, imperfeitamente imitáveis e não substituíveis.

Para dar continuidade ao debate, o professor pode pedir aos alunos para elencarem as diferenças entre recursos tangíveis e intangíveis. Os recursos tangíveis englobam os recursos de capital físico. Já os recursos intangíveis podem incluir muitos dos recursos de capital humano e recursos de capital organizacional. Os bens tangíveis, em sua maioria, são comercializados nos mercados de fatores, o que reduz a dimensão de “raridade”, enquanto muitos dos recursos intangíveis não podem ser adquiridos do mesmo modo, assim, necessitando serem acumulados internamente à empresa com o passar do tempo, com tendência a tornarem-se específicos à firma ou socialmente complexos e, portanto, raros e de difícil imitação.

O professor pode, ainda, questionar os alunos no que diz respeito ao que pode ser considerado intangível. Espera-se respostas como reputação da empresa, reputação do produto, *know-how* dos empregados, cultura organizacional e *network*. Michalisin, Smith e Kline (1997) desenvolveram um modelo conceitual que destaca o peso estratégico dos recursos intangíveis

e, portanto, seu papel na construção da proposta de valor do negócio. Para os autores, recursos estratégicos são intangíveis por natureza, nem todos os recursos intangíveis são estratégicos e a reputação organizacional, juntamente com a reputação do produto, o *know-how* dos empregados e a cultura organizacional podem ser considerados estratégicos.

QUAL DEVERIA SER A POLÍTICA DE SELEÇÃO DE INVESTIDAS DA ANTERA? DEVEM-SE UTILIZAR MÉTRICAS MULTIDIMENSIONAIS OU UMA MÉTRICA ÚNICA? POR QUÊ?

As métricas usadas para avaliar risco e retorno esperado de cada investimento e como são ordenadas as empresas que deverão ser avaliadas mais a fundo são pontos fundamentais no processo. Entretanto métricas usuais são desafiadoras pela ausência de dados passados das empresas investidas. O professor deverá fazer a seguinte pergunta: “Em quais segmentos métricas podem ser utilizadas para seleção de empresas?”. As respostas esperadas são: mercadológico, tecnológico, financeiro e pessoal/psicológico. Em seguida, o professor deve questionar a respeito do que cada uma dessas significa e como afetariam na decisão de investimento. Além disso, deve ser questionado se esses segmentos são exaustivos e em que nível são capazes de segregar bons e maus projetos, maximizando o sucesso nas investidas. Definidos os segmentos, deve-se discutir a formação de métricas de mensuração para cada segmento.

No processo global de escolha das investidas, é esperado que os alunos encaixem essa questão na teoria de portfólio, que refere que em uma carteira haverá investimentos de sucesso e de insucesso ou ainda propor outras métricas, como, por exemplo, responsabilidade social e ambiental.

As métricas e critérios usados pela Antera foram divididos em três pilares:

1. Mercadológico – Os critérios de seleção apoiados no pilar mercadológico buscavam mensurar a competitividade do mercado em que o projeto está inserido, se este é difuso ou concentrado, se está em crescimento ou estagnado, e, por último, a relevância da solução oferecida.
2. Tecnológico – Neste pilar estão os critérios de seleção que avaliam a robustez e aplicabilidade prática da tecnologia, o diferencial competitivo e as barreiras de entrada para a concorrência, bem como a propriedade intelectual.
3. Financeiro – Este pilar se subdivide em três categorias: necessidade de capital (investimento inicial, futuras rodadas de reinvestimento e velocidade com que o investimento financeiro é consumido pelo

projeto), resultado financeiro (atual e projetado) e desinvestimento (mapeamento de potenciais adquirentes, potencial de retorno e liquidez). A qualidade do processo de seleção das empresas é uma atividade fundamental para o sucesso de qualquer fundo desse tipo. No caso do Criatec, a rede de gestores locais possuía abrangência nacional a partir de sete polos regionais: Florianópolis, Campinas, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Recife, Fortaleza e Belém. Tal abrangência nacional tem, obviamente, seu custo para a gestora.

Na sequência, os alunos poderão fazer o *link* entre a teoria e a subjetividade nas métricas. O professor pode incitar tal discussão com a seguinte pergunta: “qual a relevância da métrica psicológica?”. É importante que fique clara a existência de subjetividades inerentes ao processo decisório, como, por exemplo, preferências pessoais dos avaliadores, que podem eventualmente criar vieses na seleção.

ENCERRAMENTO DA DISCUSSÃO

O professor deverá encerrar a discussão do caso concluindo que a etapa de seleção das investidas é fundamental para se conseguir uma boa rentabilidade nesse negócio. A forma com que é feito o processo decisório é fundamental e é necessário ter consciência da importância das métricas utilizadas na tomada de decisão, que, muitas vezes, são imprecisas ou subjetivas. Também, deve ser colocado que toda e qualquer métrica, muito dificilmente, será única e, por consequência, um conjunto de métricas deve existir. Tal conjunto terá seus pontos fortes e suas fraquezas, por melhor que seja, e entender de forma clara os porquês de ambos os lados (forças e fraquezas) é passo primordial na tomada de decisão final. Por fim, o professor poderá citar um estudo da Fundação Dom Cabral em pesquisa sobre a mortalidade de *startups* no Brasil (ARRUDA et al., 2014) que mostra que o tempo de sobrevivência é menor que 1 ano em 25% dos casos, menor que 4 anos em 50% dos casos, e menor que 13 anos em 75% dos casos! O professor poderá, então, questionar: “será que a correta seleção das empresas ajudará a Antera a alcançar altos níveis de desempenho, mesmo sabendo que a maioria das empresas não sobrevive mais do que quatro ou cinco anos?”. Este desfecho deixará a discussão em aberto, pois não há uma única resposta certa neste caso.

REFERÊNCIAS

- ARDICHVILI, A.; CARDOZO, R.; RAY, S. A theory of opportunity identification and development. *Journal of Business Venturing*, v. 18, n. 1, p. 105-123, 2003.
- ARRUDA, C. et al. *Causas da mortalidade de startups brasileiras*: o que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 2014. Disponível em <http://www.fdc.org.br/blogspacodialogo/Documents/2014/causas_mortalidade_startups_brasileiras.pdf>. Acesso em: 27/08/2015.
- BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.
- BARNEY, J. B. Resource-based theories of competitive advantage: a ten years retrospective on the resource based view. *Journal of Management*, v. 27, n. 6, p. 643-650, 2001.
- FARIA, M.; FIGUEIREDO, K. F. Casos de ensino no Brasil: análise bibliométrica e orientações para autores. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, n. 2, p. 176-197, 2013.
- MICHALISIN, M. D.; SMITH, R. D.; KLINE, D. M. In search of strategic assets. *International Journal of Organizational Analysis*, v. 5, n. 4, p. 360- 387, 1997.
- MULCAHY, D. 6 myths about venture capitalists. *Harvard Business Review*, v. 91, n. 5, 80-83, 2013.
- OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y. *Business model generation*: inovação em modelos de negócios. Rio de Janeiro: Alta Books, 2011.
- ROSSI, L. E. M. *Manual de private equity e venture capital*: passos para atração de investidores e alocação de recursos. São Paulo: Atlas, 2010.
- WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, v. 5, p. 171-180, 1984.
- ZIDER, B. How venture capital works. *Harvard Business Review*, v. 76, n. 6, p. 131-139, 1998.

DADOS DOS AUTORES

CARLOS HEITOR CAMPANI* *carlos.heitor@coppead.ufrj.br*

Ph.D. em Finanças pela EDHEC Business School

Instituição de vinculação: COPPEAD - Universidade Federal do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro/RJ – Brasil

Áreas de interesse em pesquisa: Finanças, Mercado de Capitais, Previdência Pública e Privada

* COPPEAD Rua Pascoal Lemme, 355 Cidade Universitária, Ilha do Fundão
Rio de Janeiro/RJ 21941-918

FLÁVIA SCHWARTZ MARANHO *flavia.maranho@coppead.ufrj.br*

Mestre em Administração pela UFPR

Instituição de vinculação: COPPEAD - Universidade Federal do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro/RJ – Brasil

Áreas de interesse em pesquisa: Governança Corporativa e Finanças Corporativas.

HENRIQUE DE CASTRO AUGUSTO ALVARENGA *henriquecaa@gmail.com*

Mestre em Administração pela COPPEAD - UFRJ

Instituição de vinculação: Consultor no ILOS – Especialistas em Logística e Supply Chain

Rio de Janeiro/RJ – Brasil

Áreas de interesse em pesquisa: Operações, Tecnologia e Logística

MAX BORGES ALVES LIMA *max_borges@hotmail.com*

Mestre em Administração pela COPPEAD - UFRJ

Instituição de vinculação: Mercado Privado

Rio de Janeiro/RJ – Brasil

Áreas de interesse em pesquisa: Finanças, Marketing e Abandono de Consumo

RENATO SILVEIRA GUIMARÃES *renato.silveira.guimaraes@gmail.com*

Mestre em Administração pela COPPEAD - UFRJ

Instituição de vinculação: Mercado Privado

Rio de Janeiro/RJ – Brasil

Áreas de interesse em pesquisa: Finanças Corporativas, Empreendedorismo e Mercado Digital.