



Revista de Administração da  
Universidade Federal de Santa Maria

E-ISSN: 1983-4659  
rea@smail.ufsm.br

Universidade Federal de Santa Maria  
Brasil

Marques, Vagner Antônio; de Souza, Antônio Artur; Ferreira da Costa Junior, Atair  
Os critérios de avaliação utilizados no processo decisório dos fundos de investimentos  
em capital empreendedor

Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria, vol. 8, núm. 2, abril-  
junio, 2015, pp. 317-340  
Universidade Federal de Santa Maria  
Santa Maria, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273443119010>

- ▶ Como citar este artigo
- ▶ Número completo
- ▶ Mais artigos
- ▶ Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe , Espanha e Portugal  
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

# OS CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO UTILIZADOS NO PROCESSO DECISÓRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM CAPITAL EMPREENDEDOR

## THE EVALUATION CRITERIA USED IN THE DECISION MAKING PROCESS OF FUNDS INVESTMENT IN CAPITAL ENTREPRENEUR

Data de submissão: 20/01/2013  
Aceite: 05/04/2014

Vagner Antônio Marques<sup>1</sup>

Antônio Artur de Souza<sup>2</sup>

Atair Ferreira da Costa Junior<sup>3</sup>

## RESUMO

O presente trabalho buscou verificar quais os critérios utilizados pelos fundos de *Venture Capital/Private Equity* na decisão de investimentos. Para tal, realizou um estudo multicaso junto a três gestores de Fundos de Investimentos. A coleta de dados foi realizada através de questionários e entrevistas (estruturados e semiestruturados) no período de setembro de 2010 a Dezembro de 2010. Observou-se que os gestores dos casos estudados utilizam os seguintes critérios como os de maior impacto no processo de avaliação: a equipe de gestão e suas competências, o produto-mercado e os critérios do fundo, critérios esses apontados por Muzyka *et al.* (1996). Sobre esse resultado, cumpre ressaltar dois aspectos: (i) a preocupação com a capacidade de gestão é considerado pelos gestores como o critério mais relevante, por maximizar as chances dos projetos serem implementados; e (ii) os critérios do fundo, diferentemente do encontrado na pesquisa de Muzyka *et al.* (1996), não são subsidiários, o que provavelmente decorre da especialização e/ou regionalização da carteira de investimentos, além de aspectos da regulação brasileira, que estabelece limites para as empresas-alvo.

**Palavras-Chave:** Venture Capital. Decisão de Investimentos. Avaliação de Empresas.

---

<sup>1</sup> Possui graduação em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais - PUC Minas, graduação em andamento em Matemática pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais - PUC Minas, mestrado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG e doutorado em andamento em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Atualmente é Professor Assistente do Departamento de Ciências Contábeis da PUC MINAS lecionando nos cursos de Ciências Contábeis e Administração. Belo Horizonte. Minas Gerais. Brasil. E-mail: vmarques@pucminas.br

<sup>2</sup> Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, mestrado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC e doutorado em Management Science.

The University of Lancaster. Atualmente é professor Associado II da Universidade Federal de Minas Gerais. Belos Horizonte. Minas Gerais. Brasil. E-mail: artur@face.ufmg.br>

<sup>3</sup> Possui graduação em Administração pela Universidade Estadual de Maringá – UEM e mestrado em Administração pela Universidade Federal do Paraná – UFPR. Maringá. Paraná. Brasil. E-mail: atair.junior@gmail.com

## ABSTRACT

*This study aimed to verify the criteria used by the funds Venture Capital / Private Equity in investment decisions. For such, held a multicase study at three managers of investment funds. Data collection was conducted through questionnaires and interviews (structured and semi-structured) from September 2010 to December 2010. It was observed that the managers of the cases studied using the following criteria as having the greatest impact on the evaluation process: the management team and their skills, product-market fund and criteria, these criteria mentioned by Muzyka et al. (1996). About this result, one must note two aspects: (i) the preoccupation with the management capacity is considered by managers as the most relevant criterion for maximizing the chances of projects being implemented, and (ii) the criteria of the fund, unlike that found in Pottery search et al. (1996), there are subsidiary, which probably stems from the expertise and / or regionalization of the investment portfolio, as well as aspects of Brazilian regulations that establish limits for target companies.*

**Keywords:** Venture Capital. Investment Decision. Business Evaluation.

## 1 INTRODUÇÃO

As decisões em finanças são geralmente baseadas em modelos desenvolvidos para aplicação em empresas que apresentam dados consistentes para a realização de estimativas (WRIGHT e ROBBIE, 1998a; GE et al., 2005). Ocorre que nem todas as opções de investimentos existentes apresentam dados históricos suficientes que possibilitem uma análise objetiva sob a perspectiva das técnicas tradicionais de análise de investimentos (DAMODARAN, 2009).

Uma dessas oportunidades, que apresentam tais características, são os investimentos em Fundos de Venture Capital, Capital de Risco, ou mais recentemente Capital Empreendedor<sup>1</sup>. O Venture Capital surgiu por volta da década de 1940 nos EUA, tendo iniciado as atividades, com investimentos de ex-executivos de empresas norte-americanas, que aplicavam recursos próprios e sua experiência profissional em empresas com alto potencial de crescimento (MEADE, 1977). No contexto Asiático, Latino-Americano e Europeu, a atividade iniciou entre as décadas de 1970 e 1980 (FELIX, 2005; RIBEIRO, 2005; KIRIHATA, 2008).

Essa atividade se constitui da realização de investimentos em empresas (geralmente nascentes), que apresentam alto potencial de crescimento. Segundo Cornélius (2005), desde o surgimento da atividade, o perfil dos gestores de recursos destinados ao capital empreendedor mudou substancialmente. Diferente do que ocorria nos seus primórdios, na atualidade, os gestores de recursos destinados ao capital empreendedor, constituem-se em sua maioria de jovens egressos das melhores escolas de negócios do mundo. Essa mudança acarretou em uma profissionalização da atividade e, por conseguinte uma maior aversão ao risco (CORNÉLIUS, 2005; KAHNEMAN e TVERSKY; 1974, 1979; NASCIMENTO et al., 2012), haja vista que a agregação de valor é o principal foco de qualquer gestor financeiro (BALBOA e MARTI; 2007).

O processo de seleção dos investimentos seguem a etapas de seleção, avaliação, decisão e saída, sendo que os investidores (gestores dos fundos), via de regra, figuram como gestores ou conselheiros ativos no processo de gestão das investidas (MARQUES, 2011).

Adicionados a este contexto, a literatura destaca que a avaliação de investimentos em capital empreendedor é multicriterial (MUZYKA et al., 1996; KINNUNEN, 2004) e realizado em vários estágios (WRIGTH e ROBBIE, 1998a). Ou seja, além da diversidade de modelos de *valuation*, a complexidade do processo é elevada, dado que a presença de critérios subjetivos é inerente. Pereira, Lobler e Simonetto (2010) argumentam que a despeito da racionalidade humana, preconizada já na literatura grega, fatores subjetivos permeiam os principais modelos decisórios.

<sup>1</sup> Disponível em <http://www.abvcap.com.br/>. Acessado em 20 de Dezembro de 2010.

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

O objetivo é verificar quais os critérios são utilizados pelos gestores de fundos de capital empreendedor na análise de investimentos. Para atingir este objetivo, realizou-se um estudo multicasos, com três dos principais fundos de *Venture Capital* brasileiros (FURTADO *et al.*, 2008), utilizando como técnica de coleta de dados a aplicação de questionários estruturados, semi-estruturados e entrevistas. A abordagem do problema foi qualitativa e comparou os critérios utilizados pelos participantes, e aqueles reportados pela literatura internacional (MUZYKA *et al.*, 1996; KINNUNEN, 2004; KIRIHATA, 2008).

Além desta introdução, a seção 2 aborda a revisão da literatura que apresenta os conceitos fundamentais à compreensão e discussão do tema. Na seção 3 é apresentada a metodologia aplicada na condução do estudo. A seção 4 contém a análise dos dados coletados nos instrumentos de coletas (questionários e entrevistas), e por fim; na seção 5 são apresentadas as nossas conclusões, limitações e propostas para estudos futuros.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A literatura sobre *Private Equity* e *Venture Capital* não apresenta o que possamos chamar de teoria. Diante disso, a abordagem de problemas ligados a esses investimentos na presente pesquisa se dá através do paradigma das Finanças Comportamentais. Abordam-se os fundamentos das finanças comportamentais com o intuito de se obter um panorama geral sobre a temática e suas possíveis implicações para as pesquisas sobre *Venture Capital* e *Private Equity*. Nesse sentido, dividiu-se a seção em três partes: (i) Finanças Comportamentais, (ii) *Private Equity* e *Venture Capital*, (iii) Estudos anteriores sobre *Private Equity* e *Venture Capital*, e (iv) Decisão de Investimento em VC/PE.

### 2.1 Finanças Comportamentais (*behavioral finance*)

Segundo Ricciard e Simon (2000), as finanças comportamentais surgiram a partir dos trabalhos de Mackay (1841), Selden (1912) e Le Bom (1982), os quais propunham uma revisão do impacto das emoções no mercado de capitais sobre o comportamento do grupo e sobre os indivíduos (psicologia social). Para Olsen (1996), Finanças Comportamentais é uma disciplina que busca compreender e prever os processos psicológicos implicados na sistemática dos mercados (financeiro e de capitais). Já Lintner (1998) define Finanças Comportamentais como a área do conhecimento que estuda como os investidores interpretam e decidem a partir de um conjunto de informações disponíveis. Thaler (1999), por sua vez, explica que esse campo de pesquisa considera que alguns atores não se comportam racionalmente durante todo o tempo em que estão envolvidos na busca por soluções de problemas financeiros. Neste conceito, os agentes não possuem o mesmo nível de informações e tampouco agem a partir de uma racionalidade ilimitada. Os aspectos psicológicos individuais e sociais devem ser considerados como fatores influenciadores e/ou determinantes da decisão de alocação de recursos.

Diante do exposto, as Finanças Comportamentais representam uma alternativa para as pesquisas em Finanças, sendo campo fértil para o desenvolvimento de estudos que busquem compreender o comportamento dos agentes no mercado, sobretudo no mercado de capitais

aberto ou fechado, haja vista que os pressupostos tradicionalmente utilizados são observados sob uma perspectiva teórica, mas não são tão consistentes quando estudados empiricamente.

## 2.2 Private Equity e Venture Capital

Os estudos sobre *Private Equity* e *Venture Capital* permeiam as discussões inerentes às finanças empreendedoras. Segundo Denis (2004), trata-se de uma área das Finanças que se preocupa em estudar alternativas de financiamento, contratos de financiamento, políticas públicas e risco e retorno nos investimentos em *Private Equity*. A atividade de *Venture Capital*, segundo Rind (1981), consiste em investir na criação, expansão ou revitalização de negócios existentes, em que o alto risco e a possibilidade de ganhos elevados estejam associados.

MacMillan *et al.* (2008) definem a categorização dos estágios de desenvolvimento das empresas que recebem aporte de *Venture Capital*, conforme abaixo:

- Capital Semente (*Seed Capital*) / Estruturação Inicial (*Start-up*): geralmente um apporte pequeno, para desenvolver um produto, fazer um piloto ou ainda testá-lo. Fase pré-operacional da empresa.
- Fase de Estruturação da empresa (*Early Stage*): ainda não vende seus produtos e possui menos de 3 (três) anos de funcionamento.
- Expansão (*Expansion Stage*): É feito o investimento para a empresa ampliar seus negócios, pois esta já comercializa seus produtos no mercado. Geralmente já apresenta um crescimento na receita e pode ou não estar gerando lucro. Normalmente possui mais de 3 (três) anos de atuação no mercado.

Carvalho *et al.* (2006 *apud* Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelato, 2008, p.13) definem os estágios de desenvolvimento das empresas que recebem aporte de *Private Equity*, conforme abaixo:

- Estágio Avançado (*Later Stage*): O produto da empresa já está disponível em vários locais e provavelmente apresenta um fluxo de caixa positivo. Tende a estar lucrando, mas não necessariamente;
- Financiamento de Aquisições (*Aquisition Finance*): capital voltado para expansão, através da aquisição de outras empresas;
- Tomada de Controle pelos Executivos (*MBO/I – management buyout/in*): Capital voltado a financiar a tomada de controle pelos executivos da própria empresa;
- Estágio Pré-emissão (*Bridge Finance*): Apote voltado a empresas que pretendem negociar suas ações em bolsa de valores em um prazo de até 2 (dois) anos;
- Recuperação Empresarial (*Turnaround*): Apote feito quando a empresa encontra-se em dificuldades, mas com expectativa de recuperação.
- Mezanino: Investimentos em estágios mais avançados da empresa, são utilizadas dívidas subordinadas.
- PIPE (*Private Investment in Public Equity*): Representa a aquisição de ações de empresas listadas em bolsa de valores.

Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelato (2008, p.13), afirmam: “O que torna o *Venture Capital* uma classe de investimento diferente de *Private Equity* é o estágio de desenvolvimento das empresas que recebem o aporte de capital”.

### 2.3 Estudos anteriores sobre *Private Equity e Venture Capital*

As finanças empreendedoras se diferenciam das finanças corporativas, no que diz respeito à assimetria informacional e aos problemas de agência, e nesse sentido as principais questões abordadas em pesquisas sobre VC/PE são: (i) alternativas de fontes de financiamento para as empresas alvo, (ii) a influência da governança e dos contratos na indústria de VC/PE, (iii) influência das políticas governamentais na indústria de VC/PE, (iv) o retorno obtido, dado o risco envolvido, nos investimentos em VC/PE, (v) o processo decisório dos gestores de Fundos de *Venture Capital* e *Private Equity*, (vi) os critérios utilizados para o processo de decisão (DENIS, 2004). O QUADRO 1 apresenta um agrupamento de trabalhos por assunto dentro da temática *Venture Capital* e *Private Equity*.

QUADRO 1 – Estudos a Respeito de *Venture Capital* e *Private Equity* e seus Autores

Estudos a Respeito de <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i>	
Assunto	Autores
<b>Surgimento e Consolidação da Indústria de VC/PE</b>	(MEADE, 1977; BLACK; GILSON, 1998; GOMPERS; LERNER, 2001; CORNELIUS, 2005; FELIX, 2005; RIBEIRO; 2005; GOMPERS et al. 2008; GROH et al., 2010)
<b>Critérios Utilizados na Decisão de Investimentos</b>	(MUZYKA et al., 1996; KAPLAN; STROMBERG, 2000; FORLANI; MULLINS, 2000; MANIGART et al., 2002; SHEPHERD et al., 2003; ENSLEY; CARR, 2006; DIMOV et al., 2007; KIRIHATA, 2008; KHANIN et al., 2008; MISHRA et al., 2009)
<b>Modelos de Valuation Aplicados ao VC/PE</b>	(WRHIGT; ROBBIE, 1998a, 1998b; GE et al., 2005; CUMMING et al., 2009; CUMMING; DAI, 2011; MARQUES e SOUZA, 2012)

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Rosen (1998) destaca que as Finanças Empreendedoras são um importante tópico para pesquisas em Finanças, embora fossem pouco estudadas até a época da realização de seus estudos. O autor comentou alguns estudos que, em síntese, analisavam as decisões de financiamento em pequenas empresas e apontavam mudanças na estrutura de capitais como uma função do tempo.

Diversos estudos investigaram a influência de outras variáveis no mercado de VC/PE. Romain e Van Pottelsbeghe (2004), baseados nos estudos de Jeng e Weels (2000), incluíram as variáveis taxas de juros, nível de empreendedorismo e inovação tecnológica. Além disso, a pesquisa desses autores corroborou a importância do aumento do PIB e mostrou que a mobilidade da mão de obra deve sustentar o nível de empreendedorismo. Em outras palavras, não adianta a economia crescer e novas tecnologias serem lançadas, se não existe mão de obra qualificada para desenvolvê-las comercialmente.

Kinnunen (2004) verificou o que leva os investidores a alocar seus recursos e quais os critérios considerados para a seleção dos investimentos. O estudo apontou que um dos motivos que levam ao investimento em VC/PE é a diversificação do risco. Considerando que a relação risco/retorno nesse setor é elevada, é possível que os ganhos auferidos nesses investimentos possam maximizar o ganho geral da carteira. Dentre os critérios considerados pelos investidores, destacam-se: habilidades, motivação e atitudes dos empreendedores; histórico profissional dos empreendedores e da equipe; critérios do acordo; e potencial de crescimento do negócio.

Em um estudo sobre o modelo brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, Ribeiro (2005) examinou o aspecto institucional e macroestrutural desse setor. A análise macroeconômica consistiu em uma investigação sobre o tamanho desse setor na economia nacional. A análise institucional foi realizada a partir da investigação dos dois primeiros dos quatro aspectos que constituem o modelo proposto por Sahlman (1990), a saber: (i) ambiente organizacional; (ii) ciclo de investimentos; (iii) governança corporativa; e (iv) sistema de recompensas.

Cornelius (2005) realizou um estudo sobre a institucionalização do *Venture Capital*. Seu objetivo era verificar a existência de isomorfismo mimético e normativo entre os participantes da amostra, considerando a mudança de gerações. Seus achados apontaram que os capitalistas de risco são avessos ao risco: usualmente, são empresários bem-sucedidos ou executivos, que trazem *know-how* em gestão e dinheiro para investirem nas empresas-alvo. Cornelius (2005) verificou ainda um aumento do conservadorismo por parte dos gestores: a nova geração, formada por MBAs das melhores escolas do mundo, possui experiência entre dois e três anos (contra os 15 e 20 anos de seus antecessores), mostrou-se mais conservadora, investindo em empresas em estágios mais avançados de desenvolvimento (excetuando-se nos EUA). A preferência por empresas-alvo no estágio de *Private Equity* implicou, entre outras questões, a adoção da estratégia de diversificação. Dado o aumento do conservadorismo, sugere a autora que as políticas públicas devam ser repensadas, a disponibilização de recursos públicos não basta, é preciso considerar o perfil dos investidores.

Os achados de Cumming (2007) evidenciam o papel do *Venture Capitalist* (VC's) na agregação de valor às empresas investidas. Segundo os autores, os VC's fortalecem o desenvolvimento da inovação, sobretudo para aquelas empresas nas fases *seed* e *start-up*.

Outras abordagens também podem ser identificadas. Gompers *et al.* (2008) analisaram a relação entre o mercado de capitais (aberto) e o VC/PE com o objetivo de verificar se existe correlação entre a atividade e a movimentação do mercado de capitais (aberto). Schertler e Tykrová (2009) analisaram o efeito da internacionalização na atividade de VC/PE. Phalippou (2010) analisou a persistência do desempenho em fundos de capital de risco. Segundo Gompers e Lerner (1997), a reputação da instituição (*i.e.*, gestor, fundos, administrador) é uma variável tanto na potencialização da captação quanto no desempenho: quanto melhor a reputação, maior a potencialidade de captação de recursos junto aos investidores; do mesmo modo, os gestores com maior reputação tendem a prospectar melhores oportunidades de investimentos (CORNELIUS, 2005).

## 2.4 A Decisão de Investimentos em VC/PE

Mishra *et al.* (2009) estudaram os critérios de decisão dos fundos VC/PE. Seus achados corroboram os estudos de Muzyka *et al.* (1996), destacando-se a presença de critérios relativos à capacidade de gestão e do empreendedor. Esses critérios, agregados a outros, como qualidade e grau de inovação do produto, fomentam os direcionadores financeiros (*i.e.*, potencial de receitas, expectativa de retorno e risco do projeto).

O que se observa sobre os critérios utilizados no processo decisório dos fundos de investimentos em capital de risco é que as características do empreendedor e de sua equipe se destacam (KIRIHATA, 2008) como direcionadores de valor. Isso significa que, sob a perspectiva dos gestores, é indispensável o potencial da gestão em implementar o projeto.

A decisão de investimentos em fundos de VC/PE envolve a utilização de diversas variáveis. A partir das variáveis consideradas na pesquisa de Muzyka *et al.* (1996) verificou-se a importância atribuída aos diversos critérios considerados no processo de decisão de um investidor VC/PE. Os critérios utilizados na presente pesquisa são apresentados no QUADRO 2.

QUADRO 2 – Fatores e critérios utilizados no processo decisório

Produto-Mercado	
Tamanho projetado do mercado	Sazonalidade de mercado do produto
Singularidade do produto e tecnologia	Grau de estabelecimento do mercado
Crescimento e atratividade no mercado	Grau de compreensão do mercado para o produto
Sensibilidade aos ciclos econômicos	Localização da empresa

<b>Competitivos e estratégicos</b>	
Posição de mercado sustentável Capacidade de criar barreira à entrada Natureza e grau de concorrência	Facilidade de entrada no mercado Força dos fornecedores e dos distribuidores
<b>Equipe e administração</b>	
Potencial de liderança do empreendedor principal Potencial de liderança da equipe de administração Experiência reconhecida da equipe de administração no setor	Histórico do principal empreendedor Histórico da equipe de administração
<b>Competência da administração</b>	
Capacidade da equipe de marketing/vendas Capacidades organizacionais e administrativas da equipe	Capacidades financeiras/contábeis da equipe Capacidade de produção/processos da equipe
<b>Financeiros</b>	
Capacidade de fazer o investimento gerar dinheiro Taxa esperada de retorno (retorno sobre o investimento) Tempo até o break-even (Ponto de Equilíbrio)	Tempo necessário para o investimento se pagar Estimativas financeiras apresentadas no Plano de Negócios Valor do negócio obtido via processo de <i>valuation</i>
<b>Do fundo</b>	
Localização do negócio em relação ao fundo Capacidade de influenciar a natureza do negócio	Adequação do produto e da empresa à carteira do investidor Atendimento às restrições de financiamento
<b>Do acordo</b>	
Importância das hipóteses obscuras Estágio do investimento necessário Possibilidade de compartilhar o negócio (atrair outros investidores)	Número e natureza dos co-investidores já envolvidos Escala e oportunidade de possíveis rodadas futuras de financiamento.

Fonte: adaptado de Muzyka *et al.* (1996)

Os fatores relacionados ao Produto-Mercado são aqueles que se referem às características do produto no mercado em que atuarão. O tamanho do mercado, a sensibilidade do produto ao ciclo econômico, entre outros. Os fatores competitivos e estratégicos são aqueles que evidenciam os aspectos do negócio, sua posição, a existência de barreiras de entrada ou saída, o poder dos fornecedores e etc. Já os fatores da equipe e administração são aqueles que se vinculam as características da equipe e gestão do negócio, aquelas equipes sinérgicas e com experiência no processo de gestão, tendem a apresentarem maior potencialidade de implementação do projeto. A competência da administração é aquele conjunto de fatores relacionado à capacidade de potencializar o sucesso do negócio. Os fatores financeiros relacionam-se aos principais indicadores utilizados na avaliação de investimentos, tais como ponto de equilíbrio, taxa de retorno, o resultado do *valuation*, entre outros. Os fatores do fundo referem-se à localização do negócio, a adequação do produto ao portfolio dos fundos e etc. Por fim, os critérios do acordo referem-se àqueles específicos de cada fundo tais como, capacidade de atrair novos investidores, potencialidade de obtenção de novos financiamentos e etc (MUZYKA *et al.*, 1996).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Classificações da Pesquisa

O presente artigo trata-se de uma pesquisa exploratória, onde o objetivo principal é identi-

ficar quais os critérios do processo decisório dos Fundos de VC/PE. Além disso, é uma pesquisa qualitativa, onde, em detrimento da utilização de métodos e técnicas estatísticas, analisa-se o problema a partir da interação entre variáveis ou a partir da classificação de fenômenos sociais (RICHARDSON, 1999). A pesquisa é de caráter exploratório, focada em amostras pequenas e voltada para o levantamento de percepções e ampliação da compreensão de um problema (MALHOTRA, 2006).

Foi utilizado o estudo de caso, o qual é descrito por Yin como se segue (2005, p. 33): “estudo de caso é uma investigação empírica que estuda um fenômeno contemporâneo em um contexto específico, que se baseia em diversas fontes de evidências e se beneficia do desenvolvimento prévio de proposições teóricas para conduzir a coleta e a análise dos dados”.

Optou-se pelo estudo de casos múltiplos, tendo em vista a possibilidade de comparação dos resultados dos participantes, considerando que alguma peculiaridade inerente a cada empresa gestora as diferencia entre si. Em outros termos, o objeto de estudo, apesar de atuarem no mercado de capital de risco, estas desenvolvem suas atividades em contextos institucionais distintos, o que tem como implicação um potencial de diferenciação das respostas (ou achados da pesquisa).

### **3.2 Coleta de Dados**

Os casos estudados foram selecionados por acessibilidade a partir da relação de Fundos Mútuos de Empresa Emergentes (FMIEEs), regulados pela Instrução CVM n. 209/1994. A seleção desses fundos se fundamentou no fato de possuírem como organizações-alvo empresas com características e estágios de desenvolvimento distintos, o que permitiu a análise do problema sob um viés comparativo, voltado para divergências ou convergências entre esses fundos, no que dizia respeito às variáveis pesquisadas. Uma vez identificados os potenciais participantes do estudo, enviou-se a todos os gestores de fundos de capital de risco no Brasil (*i.e.*, FMIEE) uma carta-convite, acompanhada de um instrumento de coleta de dados eletrônico com questões estruturadas. A partir das respostas devolvidas, selecionaram-se três gestores, os quais são responsáveis pela DGF, pela FIR Capital Partners e pela Inseed Investimentos. Os gestores participantes eram fundadores dos respectivos fundos ou faziam parte da diretoria.

A técnica de coleta de dados empíricos utilizada foi o questionário, que consiste em um conjunto de questões escritas com vistas a (MALHOTRA, 2006; MCDANIEL; GATES, 2003): (i) captar a informação desejada junto a um grupo específico de indivíduos; (ii) motivar o entrevistado a se envolver com a pesquisa de forma cooperativa; e (iii) minimizar o erro ou a imprecisão de respostas. O instrumento proposto para coleta de dados foi dividido em duas etapas que visaram atender ao objetivo. Os questionários foram elaborados considerando a essencialidade das perguntas (MALHOTRA, 2006). Em outros termos, os questionários incluíram somente questões efetivamente úteis em relação ao problema e ao objetivo de pesquisa (APENDICE A). As questões foram adaptadas ou desenvolvidas a partir dos trabalhos apresentados na revisão da literatura, especialmente os de Muzyka *et al.* (1996), Ribeiro (2005), Titman e Martin (2010), Damodaran (2002, 2007), Copeland *et al.* (2002), Hitchner (2006), Penman (2007) e Wright e Robbie (1998a, 1998b). Em sua maioria, trataram-se de questões com escalas likert de 0 a 10 onde, 0 significava “Extremamente Irrelevante” e 10 “Extremamente Relevante”.

De forma a validar as informações e/ou coletar dados adicionais, foram realizadas entrevistas com gestores das organizações VC/PE participantes. Essa técnica de coleta visou à obtenção de dados e informações que seriam de difícil captação em um questionário (MALHOTRA, 2006), além de impedir que a resposta fosse dada por outra pessoa, que não aquela realmente intencionada (APENDICES B e C).

As entrevistas classificam-se em estruturadas ou semiestruturadas (VERGARA, 2009; MALHOTRA, 2006; COOPER; SCHINDLER, 2003). As entrevistas estruturadas são aquelas em que as questões são imutáveis ao longo da entrevista. As questões podem assumir formas fechadas (como ocorrem nos levantamentos – *survey*) ou abertas (MALHOTRA, 2006). Compete sublinhar que a utilização de questões abertas não classifica uma entrevista como semiestruturada, mas sim o fato de haver o seguimento de um roteiro de perguntas sem alterações substanciais no conteúdo. Por outro lado, a entrevista semiestruturada admite a alteração, inclusão ou exclusão de questões ao longo da interação com o participante (COOPER, SCHINDLER, 2003; VERGARA, 2009).

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

### 4.1 Descrição dos Participantes

#### 4.1.1 FIR Capital Partners

A FIR Capital Partners é uma empresa de gestão de fundos de capital empreendedor (leia-se *Venture Capital*) criada em 1999 para investimentos em empresas nascentes de base tecnológica. Localizada em Belo Horizonte/MG.

A equipe que trabalha na gestão de fundos apresenta uma formação sólida e/ou elevada experiência profissional, o que condiz com as observações apontadas na literatura pertinente (MUZYKA *et al.*, 1996; KIRIHATA, 2008, MISHRA *et. al* 2009).

#### 4.1.2 DGF Investimentos

A DGF Investimentos foi fundada em 2001, com o objetivo de “gestão de fundos de investimento em ativos alternativos” e a missão de “obter retornos financeiros para seus investidores superiores às médias comparáveis, investindo e participando ativamente de empresas com alto potencial de crescimento e valorização”. A empresa destaca explicitamente, em sua missão, que práticas de gestão qualificada, estruturas de governanças “vencedoras” e responsabilidade socioambiental são premissas na avaliação de oportunidades. Esse fundamento se alinha com as proposições mencionadas na declaração de missão da DGF.

Verifica-se uma convergência entre o perfil dos gestores da DGF e o perfil apontado na literatura. Em outras palavras, os profissionais possuem larga experiência no mercado financeiro e de capitais ou em gestão de negócios, além de formação de alto nível em instituições de ponta.

#### 4.1.3 Inseed Investimentos

A Inseed Investimentos é uma gestora de ativos vinculada ao Instituto Inovação e tem escritórios em Belo Horizonte/MG e em São Paulo/SP. Por sua vez, o Instituto Inovação é uma empresa privada, que tem como objetivo e missão “aproximar o conhecimento científico-tecnológico ao mercado, com vistas à geração de inovação tecnológica”. Criada em 2007, a Inseed Investimentos tem a finalidade de participação no consórcio para a gestão do Fundo Ciatec, que é o maior fundo de capital semente do Brasil, com capital comprometido de R\$ 100 milhões. Segundo a visão da empresa, “a maior parte dos *players* atuais possui vícios do mercado financeiro, itens não aplicáveis ao venture capital”. Essa percepção é registrada em pesquisas sobre finanças empreendedoras, como aquela de Wright e Robbie (1998a, 1998b), que destaca as diferenças entre os investimentos em VC/PE e investimentos tradicionais.

Do mesmo modo, os gestores da INSEED Investimentos apresentam experiência nas áreas financeiras e de gestão de negócios, sobretudo na gestão de empresas *start-ups*, antes de começarem a atuar em VC/PE.

#### 4.1 Análise dos Resultados

Inicialmente, verificou-se dentre os sete fatores apresentado no quadro 1, qual o grau de importância de cada um deles, utilizando-se a mesma escala de 0 a 10 em que 0 significava extremamente irrelevante e 10 extremamente importante. De forma a verificar o que de fato um investidor considera na avaliação dentre os fatores mencionados, foi aplicado um questionário para confirmação dos resultados previamente obtidos. Solicitou-se que mencionassem quais os critérios que efetivamente são considerados para aqueles fatores mais representativos. Após a segunda etapa, chegou-se aos resultados apresentados no QUADRO 3 abaixo:

QUADRO 3 – Grau de Importância Atribuída aos Critérios Utilizados no Processo Decisório

Grau de Importância Dado Pelas Empresas Participantes				
Fatores e Critérios Utilizados no Processo Decisório	DGF Investimentos	Inseed	Fir Capital	Total Por Critério
<b>1. Produto Mercado</b>	9	10	10	29
<b>2. Competitivos e Estratégicos</b>	6	10	10	26
<b>3. Equipe e Administração</b>	10	9	10	29
<b>4. Competência e Administração</b>	10	8	9	27
<b>5. Financeiros</b>	3	9	10	22
<b>6. Fundo</b>	10	8	9	27
<b>7. Acordo</b>	5	8	9	22

Fonte: Dados da pesquisa

#### 4.2 Análise dos Resultados por Critério Utilizado no Processo Decisório

##### 4.2.1 Fatores de Produto-Mercado

Os fatores relacionados ao produto e mercado foram unanimemente definidos como extremamente importantes. Quando analisado os critérios que os compõem, observam-se algumas divergências. No caso da DGF investimentos, o tamanho do mercado é o critério mais importante, já para a Inseed Investimentos a singularidade da tecnologia é o mais importante, os demais critérios apresentaram importância relevante, variando de 5 a 8. Observa-se que a localização da empresa dentro do contexto não tem uma representatividade, pois apresentou baixos graus (3,4) para os casos da DGF Investimentos e da Inseed Investimentos. Para a Fir Capital, o tamanho projetado do mercado e crescimento e atratividade do mercado são os mais relevantes, não se excluindo os demais com graus 8 de importância.

Estes resultados contrariam os resultados de Muzyka *et al.* (1996), Mishra, Kemmemer e Shenoy (2009) que afirmaram serem os fatores relacionados ao produto-mercado, moderadamente relevantes, ao passo que Khanin *et al.* (2008) destacam na literatura sobre os critérios utilizados uma importância elevada a este aspecto. Analisando a posição do critério dentro do ranking elaborado por Muzyka *et al.* (1996) seus componentes ocuparam as últimas posições

dentre os 35 critérios apresentados. Nos casos estudados, apesar de não terem sido ranqueados os critérios, observou-se contradições à expectativa teórica, uma vez que alguns dos critérios relacionados foram mencionados como extremamente importantes, enquanto outros, como de baixa importância. Na pesquisa mencionada o critério com melhor posição no ranking foi de 10 (Grau de compreensão do mercado e produto), enquanto os demais ficaram entre as posições 27 a 33. A despeito dos resultados observados, Silva e Sauaia (2012) argumentam que a gestão mercadológica é um fator significativo para a maximização da lucratividade.

#### 4.2.2 Fatores Competitivos e Estratégicos

Os fatores ligados à estratégia e competitividade foram mencionados como medianamente (6) e extremamente importante (10) para DGF e dentre os critérios que o compõem e assim como aqueles ligados ao acordo não apresentam dispersão em termos de peso dos critérios, destacando-se a natureza e a força dos fornecedores para o DGF, a capacidade de criar barreiras de entrada (10), natureza e a força da concorrência (9) e facilidade de entrada no mercado (9). De acordo com a Fir Capital, a estratégia é essencial e todos os critérios mencionados apresentaram-se extremamente importante (10).

Os fatores estratégicos foram considerados como importantes no processo de decisão (excetuando-se o caso da DGF). Segundo Muzyka *et al.* (1996) tais fatores são moderadamente importantes e deste modo, salvo a posição sustentável de competitividade no mercado (6) e Habilidade em criar barreira de entrada (14), todos os demais figuraram em posição de subsídia-riedade, figurando entre 24 e 26 em um ranking de 1 a 35.

#### 4.2.3 Fatores da Equipe e Administração

No caso dos fatores da equipe e administração, o menor peso atribuído foi de 7 para o histórico do empreendedor principal e para histórico da equipe de administração no caso da DGF investimentos e para a Inseed Investimentos o menor peso atribuído foi de 8 para o potencial de liderança do empreendedor principal, potencial de liderança da equipe de administração e experiência reconhecida no setor. O elevado grau de importância atribuído a todos os critérios englobados reforçam a elevada importância dada à estes fatores (10) para ambos os casos (DGF, Inseed). Neste aspecto, o critério de menor peso, mas não menos importante foi a experiência reconhecida da equipe no setor. Todos os demais são considerados extremamente importantes para a Fir capital.

A equipe de administração é um critério unânime nas pesquisas realizadas (MUZYKA *et al.*, 1996; Khanin *et al.*..2008, KIRIHATA, 2008; KISHRA, KEMMEMER e SHENOY, 2009). Kirihata (2009) observou que o currículo do empreendedor e a entrevista são as principais fontes de informação entre os VC's Japoneses. Isso indica uma preocupação maior aos aspectos ligados ao empreendedor e sua equipe. Do mesmo modo Khanin *et al.*.. (2008) destacaram que muitos estudos apontam diversos critérios relacionados à gestão. A conclusão que estes autores chegaram foi de que os VC's estão preocupados com a capacidade dos gestores liderarem a equipe e identificar líderes entre o time à sua disposição. Eles relatam que os VC's buscam equipes "balanceadas", em que as habilidades individuais se somem com foco em um objetivo comum.

A relevância dos aspectos ligados à equipe de gestão foi evidenciada no estudo de Muzyka *et al.* (1996) como os 5 principais critérios considerados no processo de decisão dos gestores, na seguinte ordem: (i) Potencial de liderança do empreendedor principal, (ii) potencial de liderança da equipe de administração, (iii) experiência reconhecida da equipe de administração, (iv) histórico do principal empreendedor e histórico da equipe de gestão.

Essa importância dos fatores, relacionados à equipe de gestão, foi corroborada com os resultados do estudo de caso, uma vez que o menor grau de importância atribuída aos seus elementos foi 7, considerando uma escala máxima de 10. Kinnunem (2004) observa que as habilidades, motivação e atitudes empreendedoras dos empreendedores e equipe são fatores fundamentais na decisão de investimentos em VC/PE no ambiente finlandês.

#### 4.2.4 Fatores da Competência da Administração

As competências da administração seguiram o mesmo padrão, quando analisado em conjunto (10, 8, 10) e quando observados individualmente destacam-se a capacidade da equipe de marketing/vendas (9) no caso da DGF e a capacidade de produção/processos da equipe com grau de importância (9 e 8), atribuídos por DGF e Inseed respectivamente. Os demais critérios apresentaram peso intermediários superiores a 5. A capacidade financeira/contábil da equipe foi o critério tratado como de menor peso, comparativamente aos demais, entretanto sua importância é elevada, pois se relaciona com questões ligadas à estrutura de governança dos fundos.

Assim como a equipe de gestão, suas competências mostraram-se de elevada importância para os casos estudados. Esses resultados divergem relativamente do estudo de Muzyka *et al.* (1996), uma vez que estes critérios foram moderadamente importantes para os respondentes do seu questionário. Os critérios apresentados ficaram em posições que variaram de 7 a 13 no ranking mencionado (posição de 1 a 35).

#### 4.2.5 Fatores Financeiros

Como visto na seção anterior, os fatores financeiros foram mencionados como subsidiários, mas tem uma importância intermediária. Dentro destes fatores, 6 critérios podem ser utilizados no processo. Segundo o DGF Investimentos e Inseed investimentos, o critério mais importante é a capacidade de fazer o investimento gerar dinheiro (10), no caso da DGF, eles ainda atribuem uma elevada importância para a taxa de retorno esperada (9), todos os demais critérios, foram atribuídos pesos de 2 a 4. Para a Inseed Investimentos, a taxa de retorno e ponto de equilíbrio tem um grau de importância 7, ou seja é um critério relevante na análise de aspectos financeiros. Destaca-se que a Inseed considera os fatores financeiros como importantes na análise, mesmo com as limitações envolvidas. A taxa de retorno esperada e o ponto de equilíbrio são considerados os aspectos mais importantes, dentre os critérios financeiros. Todos os demais apresentaram elevada importância, mas são subsidiários na análise.

Os fatores financeiros são aqueles que, comumente, os empreendedores valorizam em demasia (SAHLMAN, 1998) e dada sua subjetividade ou imparcialidade no processo de elaboração das projeções, não se esperava uma posição de destaque em termos de importância (MUZYKA *et al.*, 1996), isso porque, apesar de os gestores estarem preocupados com as projeções apresentadas, eles sabem que elas são excessivamente otimistas (KHANIN *et al.*, 2008). Deste modo, eles figurariam em posições intermediárias, o que se observou nos casos estudados, uma vez que não se verificou unanimidade sobre a relevância dos aspectos financeiros.

#### 4.2.6 Fatores do Fundo

Os fatores do fundo apresentaram-se importantes para ambos os participantes (DGF, Inseed e Fir) e quando analisados seus critérios, destacou-se a adequação do produto e da empresa à

carteira do investidor, assim como o atendimento às restrições para o DGF Investimentos. No caso da Inseed Investimentos, a adequação do produto e a empresa à carteira do investidor, mais a capacidade de influenciar a natureza do negócio, foram os mais importantes. Uma divergência elevada foi na percepção de importância entre o DGF e Inseed quando às restrições do fundo. Enquanto o primeiro entende ser extremamente relevante ao processo de decisão, o segundo atribuiu peso 2, ou seja muito pouco relevante, considerando a escala utilizada (0 a 10). Os critérios relacionados ao fundo, segundo a Fir Capital, têm extrema importância, pois se referem ao perfil das empresas alvo e sua adequação às restrições impostas pelo fundo, sobretudo sua influência na gestão.

Estes fatores agrupam critérios como restrições do fundo, localização das empresas em relação ao fundo, e outras características destas. Na pesquisa de Muzika *et al.* (1996) eles ficaram em posições de secundariedade, o que evidenciou não serem critérios excessivamente relevantes, entretanto, aspectos como a regulação aplicada a estes fundos e a estratégia de investimentos dos mesmos podem influenciar nessa divergência. Isso porque os fundos estudados, apesar de não terem como preocupação o investimento em negócios específicos de suas regiões, tendem a regionalizar seus investimentos, por uma questão de facilitação do processo de controle e monitoramento. Além disso, observa-se que os fundos estão tendendo a se regionalizarem ou se especializarem (Fir, DGF e Inseed especificamente). Esse movimento é uma característica do setor.

#### 4.2.7 Fatores do Acordo

Os fatores do acordo foram mencionados como importância intermediária (5) para a DGF Investimentos e elevada (8) para a Inseed Investimentos. No que se refere aos seus componentes, mais uma vez observou-se divergências entre a Inseed Investimentos e DGF Investimentos. Enquanto para a DGF o estágio do investimento necessário e a importância das hipóteses obscuras foram mencionadas como de elevada importância (9 e 8 respectivamente) a Inseed entende que dentro destes fatores, o estágio de investimentos (8), possibilidades de compartilhar o negócio (7) e número e natureza dos co-investidores já envolvidos (7), são os mais importantes. O que se observa é que os fatores do acordo, quando detalhados, não apresentam uma dispersão elevada no grau de importância atribuída pelos participantes. Para a Fir Capital, a escala de oportunidade de possíveis rodadas futuras de investimentos é o critério mais importante neste grupo de fatores, os demais, excluindo a existência de co-investidores que tem importância pequena no processo de avaliação, apresentaram uma elevada importância (8), mas não prioritárias.

Os fatores do acordo foram os critérios menos relevantes na pesquisa de Muzyka *et al.* (1996), entretanto, Kimummem (2004), Khanin *et al.* (2008), afirmam que os critérios relacionados ao acordo são de suma importância. Segundo os entrevistados, os critérios do acordo são importantes, porque vão estabelecer “as regras do jogo”, regras estas que podem variar do valor do negócio e o percentual de participação, até as regras de monitoramento e gestão, ou seja; fatores relevantes no processo de decisão. Estes últimos, conforme observado em Cuny e Talmor (2007) são questões importantes na agregação de valor às investidas.

## 5 CONCLUSÕES

O presente estudo teve como objetivo geral investigar quais os critérios utilizados no processo decisório dos gestores de fundos de investimentos, em *Venture Capital* e *Private Equity*. Para tanto, realizou-se um estudo multicaso com três gestores de Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes de base tecnológica.

No presente estudo foi unanimidade, entre os participantes, que os critérios relacionados à equipe e administração, produto e mercado, competência da administração e os critérios do fundo são os elementos de maior relevância no processo de decisão. As justificativas giram em torno da incipienteza do negócio, já os aspectos mais relevantes dizem respeito às pessoas, ao produto e ao mercado. Esses resultados eram esperados, pois se observa uma institucionalização da atividade de VC/PE e de suas características (CORNELIUS, 2005). Além disso, é possível que o crescimento da visibilidade do Brasil no cenário internacional, bem como as origens dos investidores (*i.e.*, profissionais com experiência no mercado financeiro internacional), tenha alguma influência nessa convergência de resultados. A esse achado também compete acrescentar o fato de que não foram encontrados fatores irrelevantes, mas sim subsidiários, ou seja, fatores que não são definitivamente determinantes na decisão de um investimento, mas consideráveis.

No que tange às limitações deste trabalho, destaca-se o fato de não se utilizar uma pesquisa *survey* em lugar do estudo de caso como estratégia metodológica. Um estudo de caso é útil para a presente abordagem, por se tratar de um fenômeno em um contexto específico. Entretanto, uma pesquisa *survey* possibilitaria realizar inferências a partir de uma amostra representativa. Nesse sentido, sugere-se, para pesquisas futuras, a realização de estudos baseados em *survey*, sobre o processo decisório dos fundos. Além disso, os resultados da pesquisa sugerem que existem adaptações ou modelos desenvolvidos pelos gestores, que possibilitam atribuir valor ao investimento e, portanto, sugere-se a realização de pesquisas que abordem em profundidade essas adaptações. Outra perspectiva é investigar mais profundamente o processo de mensuração de valor de um empreendimento em capital de risco, para saber se os investidores utilizam os métodos existentes da forma como a literatura sugere (dada a natureza dos investimentos, é possível que os métodos não sejam utilizados como deveriam).

## REFERÊNCIAS

BALBOA, M.; MARTI, J. Factors that determine the reputation of private equity managers in developing markets. **Journal of Business Venturing**, v. 22, p. 453-480, 2007.

BLACK, B. S.; GILSON, R. J. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets (November 1997). **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 243-277, 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=46909>>. Acesso em: 31 jan. 2010.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CORNELIUS, B. The institutionalisation of venture capital. **Technovation**, v. 25, p. 599-608, 2005.

CORNELIUS, B.; PERSSON, O. Who's who in venture capital research. **Technovation**, v. 26, p. 142-150, 2009.

CUMMING, D. J. Government policy towards entrepreneurial finance: innovation investment funds. **Journal of Business Venturing**, v. 22. n. 2, p.193-235, 2007.

CUMMING, D. J.; DAI, N. Fund size, limited attention and valuation of venture capital backed firms. **Journal of empirical finance**, v. 18, p. 2-15, 2011.

CUMMING, D. J.; GILL, A.; WALZ, U.

- International private equity valuation and disclosure. **Northwestern Journal of International Law and Business.** Working Paper. abr. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1373609>>. Acesso em: 24 maio 2010.
- CUNY, C. J., TALMOR, E. A theory of private equity turnarounds. **Journal of Corporate Finance forthcoming**, v. 13, p. 629-646, 2007.
- DAMODARAN, A. **A face oculta da avaliação:** avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia. São Paulo: Mackron Books, 2002.
- \_\_\_\_\_. **Avaliação de empresas.** 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- \_\_\_\_\_. **Finanças Corporativas: teoria e prática.** Trad. Jorge Ritter. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- \_\_\_\_\_. Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges (June 12, 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1418687>. Acessado em 30/07/2010.
- DENIS, D.J., Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. **Journal of Corporate Finance.**, v. 10, n. 2, p. 301-326, 2004.
- DIMOV, D.; SHEPHERD, D.A.; SUTCLIFFE, K.M. Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions. **Journal of Business Venturing**, v. 22, p. 481-502, 2007.
- ENSLEY, M. D; CARR, J. C. **Institutional isophormism in venture capital investment decision making: industry characteristics and investment preferences.** Working Paper. 2006. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=876394](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=876394)>. Acesso em: 20 jun. 2009.
- FELIX, E. G. S. Caracterização do mercado de venture capital/private equity na Europa.
- Revista de Economia Global e Gestão**, v. 10, n. 3, p. 53-75, 2005.
- FORLANI, D.; MULLINS, J.W. Perceived Risk and Choices in entrepreneurship's new venture decisions. **Journal of Business Venturing**, v. 15, p. 305-322, 2000.
- FURTADO, C. (Coord.). **Panorama da indústria brasileira de Private Equity e Venture Capital.** Relatório de Pesquisa. São Paulo. (2008) Disponível em: <<http://www.nsgcapital.com.br/arquivos/PANORAMA%20INDUSTRIA%20BRASILEIRA%20PEVC%202008.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2010.
- GE, D.; MAHONEY, J. M.; MAHONEY, J. T. New ventures valuation by venture capitalists: an integrative approach. **University of Illinois at Urbana Champaign Working Paper 124**, 2005. Disponível em: <[http://www.business.illinois.edu/Working\\_Papers/papers/05-0124.pdf](http://www.business.illinois.edu/Working_Papers/papers/05-0124.pdf)>. Acesso em: 20 maio 2010.
- GOMPERS, P.A. et al. Venture capital investment cycles: The impact of public market. **Journal of Financial Economics**, v. 87, p. 1-23, 2008.
- GOMPERS, P. A.; LERNER, J. What drives venture capital fundraising? **Working Paper**. dez. 1997. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=57935>>. Acesso em: 30 nov. 2009.
- GOMPERS, P.; LERNER, J. The venture capital revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 145-168, 2001.
- GROH, A. P.; LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K. The European venture capital and private equity country attractiveness indices. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, p. 205-224, 2010.
- HITCHNER, J. R. **Financial valuation:** application and models. Nova Jersey: Wiley, 2006.
- JENG, L.; WELLS, P. The determinants of venture capital funding: evidence across countries. **Journal of Corporate Finance**, v. 6, n. 3, p. 241-289, set. 2000.

- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, mar. 1979.
- KAPLAN, S.; STROMBERG, P. Financial contracting theory meets the real world: evidence from venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, v. 70, n. 2, p. 281-316, 2000.
- KHANIN, D. et al. Venture capitalists' investment criteria: 40 years of research. *Small Business Institute Research Review*, v. 35, p. 187-192, 2008.
- KINNUNEN, H. Institutional investor's decision making criteria for investing in venture capital funds. *Frontiers of e-business Research*, v.1, n.1, p. 695-709, 2004.
- KIRIHATA, T. Venture capitalist's investment decision making in the new technology based firms in Japan. *Working Paper n. 93*, Kyoto University, 2008. Disponível em: <<http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~chousa/WP/93.pdf>>. Acesso em: 30 out. 2009.
- LINTNER, G. Behavioral Finance: why investors make bad decisions. *The Planner*, v. 13, n. 1, p. 7-8, 1998.
- MacMILLAN, I.; ROBERTS, E.; LIVADA, V.; WANG, A. Corporate Venture Capital (CVC) Seeking Innovation and Strategic Growth: Recent Patterns in CVC Mission, Structure, and Investment. *National Institute of Standards and Technology*, Jun. 2008.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing:** uma orientação aplicada. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- MANIGART, S.; et al. Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing*, n. 17, p. 291-312, 2002.
- MARQUES, V. A.; SOUZA, A. A.. A influência dos modelos de valuation no processo decisório dos Fundos de Venture Capital/Private Equity. *Revista de Finanças Aplicadas*. São Paulo, v.1, n.12, p.1-17, 2012.
- MCDANIEL, C. D.; GATES, R. **Pesquisa de marketing**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.
- MEADE, N. The decline of Venture Capital. *The International Journal of Science Management*. v. 5, n. 6, p. 663-672, 1977.
- MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. **Venture Capital e Private Equity no Brasil: Alternativa de Financiamento para Empresas de Base Tecnológica**. Gestão e Produção, São Carlos, v.15, n. 1, p. 11-21, jan/abr. 2008
- MISHRA, S.; KEMMERER, B.; SHENOY, P. P. **Managing venture capital investment decisions: a knowledge-based approach**. Working Paper. 2009 Disponível em: <<http://web.ku.edu/~pshenoy/Papers/BKERC01.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2009.
- MUZYKA, D.; BIRLEY, S.; LELEUX, B. Trade-off in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*. New York, v. 11, p. 273-287, 1996.
- NAPP, J. J.; MINSHALL, T. **Corporate venture Capital Investments for Enhancing Innovation: Challenges and Solutions**. Research Technology Management, v. 54, Iss. 2, p. 27-36, Mar/Apr. 2011.
- NASCIMENTO, M.; NASCIMENTO, V.M.; SOUZA, J.V.; VAN BELLEN, H.M. Sistema Previdenciário sobre a ótica das finanças comportamentais. *Rev. de Adm. da UFSM*. Santa Maria, V.5, n.1, p.47-57, jan./abr. 2012.
- OLSEN, R. Implications of herding behavior for earnings estimation, risk assessment, and stock returns. *Financial Analysts Journal*, v. 52,

n. 4, p. 37-41, jul.-ago. 1996.

PENMAN, S. H. **Financial statement analysis and security valuation**. 3. ed. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2007.

PEREIRA, B.A.D., LOBLER, M.L., SIMONETTO, E.O. Análise dos modelos de tomada de decisão sob o enfoque cognitivo. **Rev. de Adm. da UFSM**. Santa Maria, V.3, n.2, p.260-268, mai./ago. 2010.

PHALIPPOU, L. Private equity funds' performance, risk and selection. **Edward Elgar's Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Phoebus Athanassiou**, jul. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1636190>>. Acesso em: 30 out. 2010.

RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 139f. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RICCIARDI, V.; SIMON, H. K. What is behavioral finance? **Business, Education & Technology Journal**, v. 2, n. 2, p. 1-9, out., 2000.

RICHARDSON, R. J. *et al.* **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 139f. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RIND, K. W. **The Role of Venture Capital in Corporate Development**. Strategic Management Journal, vol. 2, p. 169-180, Apr. 1981.

ROMAIN, A.; VAN POTTELBERGHE, B. The determinants of venture capital: additional evidence. **Deutsche Bundesbank Discussion**

**Paper Series**, v. 1, n. 19, 2004.

ROSEN, Harvey S. The future of entrepreneurial finance. **Journal of Banking & Finance**, v. 22, n. 6, p. 1105-1107, ago. 1998.

SAHLMAN, W. A. Como redigir um projeto de negócios excelente com todas as informações realmente necessárias? **HSM Management**, jul.-ago, p. 91-100, 1998.

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

SCHERTLER, A; TYKVOVA, T. Venture Capital and Internationalization. **ZEW – Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 09-055**, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1495717>>. Acesso em: 30 jun. 2010.

SHEPHERD, D. A.; ZACHARAKIS, A.; BARON, R. A. VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. **Journal of Business Venturing**, v. 18, p. 381-401, 2003.

SILVA, M.A., SAUAIA, A.C.A. Gestão Mercadológica e Lucratividade: um estudo com jogos de empresas. **Rev. de Adm. da UFSM**. Santa Maria, V.5, n.1, p.92-109, jan./abr. 2012.

THALER, R. The end of behavioral finance. **Financial Analyst Journal**. Nov.-Dec. p. 12-17, 1999.

TITMAN, S.; MARTIN, J. D. **Avaliação de projetos e investimentos: valuation**. Porto Alegre: Bookman, 2010.

VERGARA, S. C. **Métodos de coleta de dados no campo**. São Paulo: Atlas, 2009.

WRIGHT, M.; ROBBIE, K. Venture capital and private equity: a review and synthesis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 5-6, p. 521-570, jun.-jul. 1998a.

OS CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO UTILIZADOS NO PROCESSO DECISÓRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM CAPITAL EMPREENDEDOR

WRIGHT, M; ROBBIE, K. Venture capitalists and unquoted equity investment appraisal.

**Accounting and Business Research**, v. 26, n. 1, p. 153-168, 1998b.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

## **APÊNDICE A - Questionário 1**

### **CARTA DE APRESENTAÇÃO**

\*1. Deseja participar espontaneamente desta pesquisa?

- Sim  
 Não

As questões apostas ao longo do questionário visam obter informações sobre o processo decisório dos FUNDOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES (FMIEE) regulados pela instrução CVM nº 209/1994. Caso participe como membro ou gestor de outros tipos de fundos, favor considerar apenas as informações e processo de decisão dos FMIEE.

### **DADOS SOBRE A ORGANIZAÇÃO, GESTORES E MEMBROS DOS COMITÉS**

\*2. Nome do respondente:

\*3. E-mail de contato:

\*4. Sexo:

- Masculino  Feminino

\*5. Ano de nascimento:

 ▼

\*6. Naturalidade:

 ▼

\* Administrador do(s) Fundo(s)

- Sim  Não

\*7. É membro do Comitê de Investimentos?

- Sim  Não

\*8. É sócio da organização administradora?

- Sim  Não

\*9. Nome da organização administradora:

### **DADOS SOBRE HISTÓRICO ACADÊMICO E PROFISSIONAL**

\* Maior titulação obtida:

 ▼

\*10. Área de formação da maior titulação:

- Contabilidade
- Finanças
- Marketing
- Gestão de Negócios
- Recursos Humanos
- Estratégia
- Tecnologia da Informação
- Gestão de Projetos
- Outra (Favor especificar)

\* Área de formação da graduação:

- Administração
- Contabilidade
- Direito
- Economia
- Filosofia
- Engenharia
- Matemática
- Medicina
- Sociologia
- Outra (favor especificar)

\*11. Anos de experiência profissional:

\*12. Principal área de atuação ao longo de sua experiência profissional:

\*13. Anos de experiência em VC/PE:

\*14. Cargo ou experiência anterior que mais contribuiu para a atuação em VC/PE:

## DADOS SOBRE OS MODELOS DE VALUATION E O PROCESSO DECISÓRIO

\*15. Em relação aos seus níveis de conhecimento e utilização de cada um dos modelos de *valuation* mencionados a seguir, assinale uma única opção de acordo com a seguinte escala:

- 0 - Nunca ouviu falar a respeito.
- 1 - Apenas ouviu falar a respeito.
- 2 - Conheço, mas não utilizo.
- 3 - Conheço e utilizo eventualmente.
- 4 - Conheço e utilizo regularmente.
- 5 - Conheço e utilizo predominantemente.

0      1      2      3      4      5

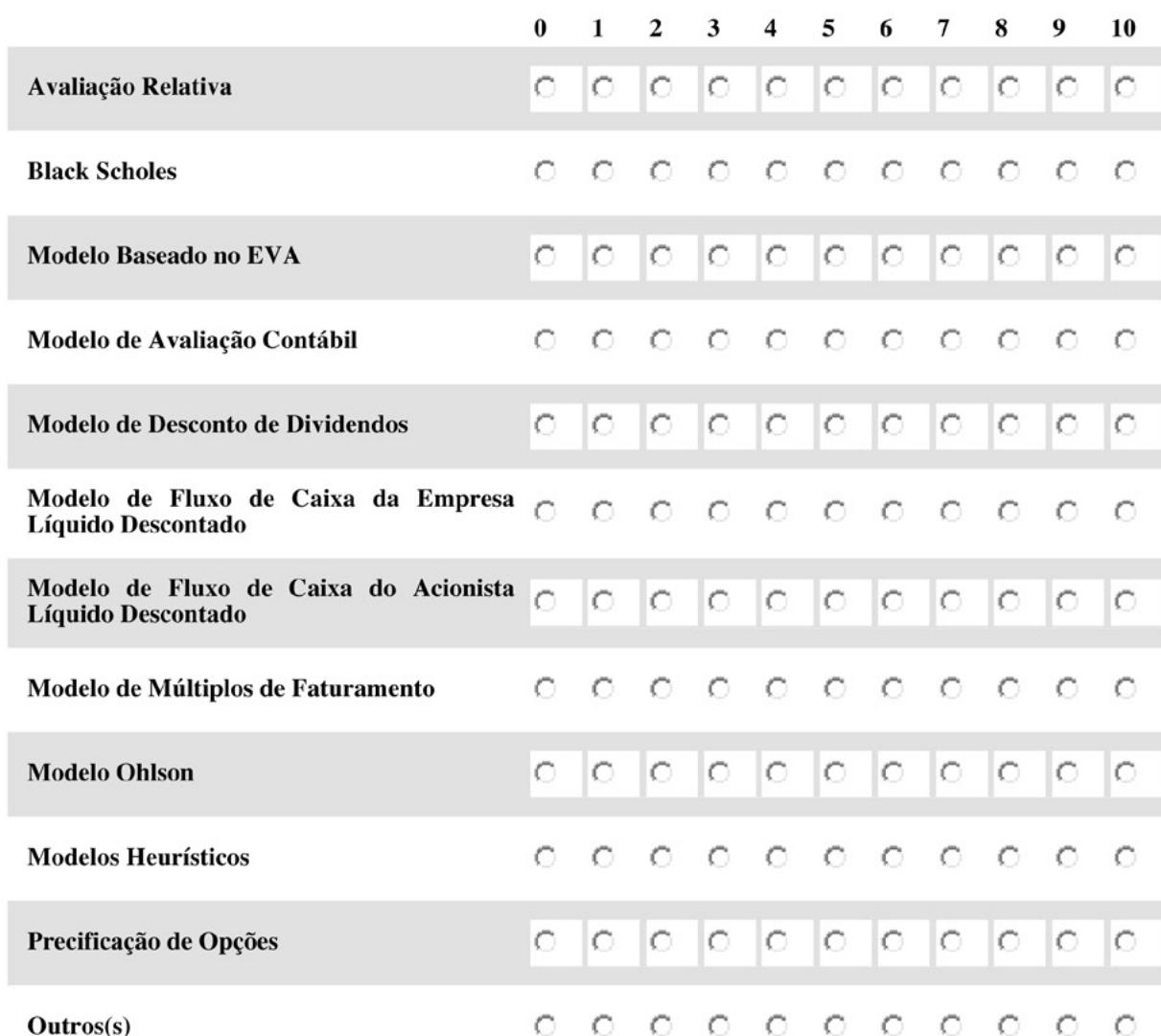
<b>Avaliação relativa</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Black Scholes</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelo Baseado no EVA</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelo de Avaliação Contábil</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelo de Desconto de Dividendos</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelo de Fluxo de Caixa da Empresa Líquido descontado</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelo de Fluxo de Caixa do Acionista Líquido Descontado</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelo de Múltiplos de Faturamento</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelo Ohlson</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Modelos Heurísticos</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Precificação de Opções</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<b>Outro (s)</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

\*16. Quais os motivos que o leva a utilizar os modelos assinalados como conhecidos e utilizados?

\*17. Quais os motivos que o leva a não utilizar os modelos assinalados como conhecidos, mas não utilizados?

\*18. Considere agora apenas aqueles modelos de valuation que conhece e utiliza, eventualmente, regularmente e predominantemente. Assinale o grau de importância que eles têm para a decisão de investimentos de acordo com a escala abaixo (0 significa extremamente irrelevante e 10 extremamente importante).

Extremamente irrelevante 0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Extremamente importante



\*19. Caso tenha assinalado a opção "outros" na questão anterior, preencha o(s) nome(s) do(s) modelo(s) e sua(s) respectiva(s) posição(ões) na escala (por exemplo: Modelo de Fluxo de Caixa Adaptado; 5).

\*20. Você deixaria de recomendar uma oportunidade de investimento em razão única e exclusiva do *valuation* realizado? Justifique seu posicionamento.

\*21. Você recomendaria uma oportunidade de investimento em razão única e exclusiva do *valuation* realizado? Justifique seu posicionamento.

#### DADOS SOBRE OS CRITÉRIOS UTILIZADOS NO PROCESSO DECISÓRIO

\*22. Os critérios utilizados para o processo decisório dos fundos VC são agrupados, a seguir, em sete categorias. Atribua um grau de importância a cada uma dessas categorias no que diz respeito à avaliação de um investimento. Considere uma escala progressiva de 0 a 10, sendo que 0 significa extremamente irrelevante e 10 significa extremamente importante.

Extremamente irrelevante 0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Extremamente importante

#### Grau de importância

##### **PRODUTO-MERCADO:**

Refere-se às características do produto e sua posição no mercado em que atuará, tais como tamanho, taxa de crescimento e sazonalidade.



**COMPETITIVOS E ESTRATEGICOS:** Refere-se aos conceitos clássicos propostos por Porter (1999), por meio da análise SWOT, que dá ao empreendimento um potencial de sustentabilidade dentro do plano apresentado.



##### **EQUIPE E ADMINISTRAÇÃO:**

Refere-se às capacidades de liderança e à história do empreendedor principal.



##### **COMPETENCIA DA ADMINISTRAÇÃO:**

Refere-se aos critérios concernentes ao ambiente interno e às competências do empreendimento, tais como: capacidades organizacionais, capacidade administrativa e capacidade de vendas e produção.



##### **FINANCIEROS:**

Refere-se sobretudo ao ponto de equilíbrio e à taxa de retorno.



##### **DO FUNDO:**

Refere-se a questões relacionadas às regras estabelecidas entre os fundos e os investidores, tais como: início do negócio e estratégia de saída.



##### **DO ACORDO:**

Refere-se a questões como: estágio de desenvolvimento do negócio, capacidade de atrair outros investidores e tempo de alocação dos recursos.



As questões 23 a 29 referem-se aos critérios de decisão agrupados em suas respectivas categorias. Assinale o grau de importância de cada um deles para a decisão de investimentos, de acordo com a escala abaixo (0 significa extremamente irrelevante e 10 extremamente importante).

Extremamente irrelevante 0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Extremamente Importante

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

\*23. Dentre os critérios relacionados a aspectos financeiros, assinale o grau de importância dos mesmos durante o processo de decisão de investimentos, de acordo com escala mencionada (0 significa extremamente irrelevante e 10 extremamente importante).

**Capacidade de fazer o investimento gerar dinheiro.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Taxa esperada de retorno (retorno sobre o investimento).**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Tempo até o break-even (Ponto de Equilíbrio)**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Tempo necessário para o investimento se pagar.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Estimativas financeiras apresentadas no Plano de Negócios.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Valor do negócio obtido via processo de valuation.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

\*24. Dentre os critérios relacionados ao produto e mercado, assinale o grau de importância dos mesmos durante o processo de decisão de investimentos, de acordo com escala mencionada (onde 0 significa extremamente irrelevante e 10 extremamente importante).

0    1    2    3    4    5    6    7    8    9    10

**Tamanho projetado do mercado.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Singularidade do produto e tecnologia.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Crescimento e atratividade do mercado.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Sensibilidade aos ciclos econômicos.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Sazonalidade de mercado do produto**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Grau de estabelecimento do mercado**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Grau de compreensão do mercado para o produto**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

**Localização da empresa.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

\*25. Dentre os critérios relacionados à estratégia, assinale o grau de importância dos mesmos durante o processo de decisão de investimentos, de acordo com escala mencionada (onde 0 significa extremamente irrelevante e 10 extremamente importante).

0    1    2    3    4    5    6    7    8    9    10

**Posição do mercado sustentável.**

<input type="radio"/>										
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------