

**ÁREA TEMÁTICA:** Finanças

**TÍTULO:** Capital de Risco no Brasil: Fatores que Influenciam a Decisão de Investimento

**AUTORES**

**ISABELA CARRERA GONÇALVES**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
isabs@globo.com

**JOÃO FRANCISCO DE AGUIAR**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
jf.aguiar@uol.com.br

**ALINE GONZAGA**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
aline@acgonzaga.com.br

**PEDRO TRABOLD NETO**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
ptrabbold@gmail.com

**ANDRÉ WAKAMATSU**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
andre.wakamatsu@gmail.com

**RESUMO**

Este trabalho teve por objetivo identificar as motivações dos investidores de Capital de Risco, sua forma de atuação, sua origem, bem como o de através de entrevistas, levantar dados sobre os fatores principais que influenciam sua decisão de investimento em empresas no Brasil. Para isso foi realizada uma pesquisa exploratória, com método qualitativo e não probabilístico, com quatro importantes gestores de fundos de capital de risco atuantes no país.

Por se tratar de uma pesquisa de caráter exploratório a importância deste estudo para os acadêmicos, profissionais da área e para a comunidade de modo geral é proporcionar um maior conhecimento sobre o assunto e, portanto sua relevância permite o desenvolvimento de pesquisas futuras.

Foram abordados diversos aspectos desde a origem do investimento de risco, o veículo que proporcionou a sua entrada no país, principais aspectos legais, até a identificação de quais tem sido os principais fatores que tem influenciado na tomada de decisão de investimento. Foram realizadas entrevistas com quatro gestores de fundos de capital de risco, das quais obtiveram-se informações gerais sobre a forma de investimento em capital de risco no país.

O método utilizado foi o de Análise de Conteúdo dos depoimentos obtidos dos gestores dos empresários.

**ABSTRACT**

The current research's main purpose was to identify the Venture Capital and Private Equity motivations, the source of their funds and investment strategy in Brazilian companies and as well as their main characteristics. A questionnaire was prepared, under a qualitative methodology, and submitted to four investment funds' manager aiming to meet the desired targets. The research instrument comprised broad questions, trying to clarify the real factors

which motivated investments in Brazilian companies, legal aspects of the agreements and also the funds origination abroad.

As a exploratory research it improves the academic knowledge in the recent and important industry of venture capital and private equity industry, opening ways for future and deeper investigation.

Finally the data and information were analyzed according to the “Content’s Method”, allowing through the respective answer’s comparison, the most close answer for every question raised.

**PALAVRAS-CHAVE:** Investimento Capital Risco

## 1.Introdução

Segundo Leite (1999), o termo capital de risco vem do francês ‘capital risque’ que é a tradução do inglês venture capital e que possui o mesmo sentido e por isso é usado na maioria da literatura em português.

Conforme Titerics (2003), o Capital de risco é um instrumento financeiro, o mesmo é utilizado de forma temporária e minoritária na participação de uma Sociedade de Capital de Risco no capital social de uma empresa, no qual a entidade disponibiliza o fundo para investimento tornando-se sócia ou acionista da organização financiada, participando assim, de modo direto nos risco do negócio.

Quanto à definição, Santos apud Leite (1987) diz que capital de risco é “uma atividade de participação no capital de uma empresa, geralmente nova, acentuando o aspecto mais dinâmico, arriscado e aventureiro do investimento realizado” (p.28-29).

Leite (1999), acrescenta que é o investimento em empreendimentos que tenham risco maior que o risco comercial normal, com a expectativa de obter retornos acima da média. Esses investimentos podem ser feitos por empresas especializadas em capital de risco, empresas especializadas ou investidores individuais que disponham de capital para investir nesse tipo de atividade, que envolve grande risco em função de uma atividade ainda não testada como explicam Brealley e Myers (1992).

## 2. O Processo de Investimento

Nos investimentos onde o capital de risco é aplicado, o investidor passa a ser um acionista do empreendimento, conseqüentemente passa também a depender do sucesso do mesmo para obter seu retorno. O investidor, além de disponibilizar capital, participa também do conselho administrativo, mas não lidera o negócio em suas atividades cotidianas. Porém após o alcance do amadurecimento de suas atividades, a mesma provavelmente deverá necessitar de mais recursos financeiros e, sendo assim, esta empresa provavelmente deverá efetuar sua primeira emissão pública de ações ordinárias ou outro tipo de oferta de papéis, as quais são as modalidades de saída dos investidores mais utilizadas.

Pelo fato do sucesso de um novo empreendimento ser dependente, de uma forma mais crítica, do esforço e desempenho desenvolvidos por seus administradores. Outro aspecto importante para entender a definição de capital de risco é compreender a diferença entre essas empresas e as instituições financeiras convencionais, segundo Leite (1999), o capitalista de risco está muito mais envolvido no negócio do que uma companhia financeira prestando auxílio na gestão do negócio.

De uma maneira mais clara e cotidiana Garner *et al* (1995) definem capital de risco como uma das formas mais antigas e promissoras de levantar o capital para o crescimento de uma empresa. Sendo assim um nome moderno para uma antiga atividade, quase tanto quanto a existência do negócio. Santos apud Leite (1999) ressalta algumas características do capital de risco:

- É uma atividade nova reunindo novos empreendedores, pois existe há pouco mais de 15 anos na França e tem atendido a um novo tipo de empreendedor;
- É uma reunião de capitais diferentes, na qual o investidor se propõe a ser um sócio ativo, participando dos riscos do empreendimento, estando implícita a possível perda dos recursos alocados;
- É uma oportunidade de um ótimo investimento em atividade industrial promissora, mas arriscada;
- O sócio investidor tem liberdade de sair através da cessão de títulos, sem compromisso de resgate.

Leite (1999 p.22) acrescenta mais alguns fatores:

- Envolvimento do capitalista de risco em uma participação acionária;
- Investimento de longo prazo, no qual o capitalista de risco deve aguardar de 5 a 10 anos para que os investimentos proporcionem retornos significativos;
- O capitalista de risco geralmente tem um envolvimento contínuo e ativo com a empresa de sua carteira, adicionando deste modo, valor ao investimento.

Segundo Gorgulho (1997), as empresas podem financiar seu crescimento por meio da retenção de lucros ou por meio de empréstimos bancários, porém a modalidade de capital de risco prevalece para empresas com rápido crescimento, como as de tecnologia, devido à atratividade que elas oferecem aos investidores e a dificuldade que estas pequenas empresas encontram em captar recursos em modalidades que exigem ativos fixos e fluxo de caixa.

De acordo com Titericz (2003), o financiamento através de capital de risco no Brasil surgiu na década de 70, através da iniciativa do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, BNDES, junto a Financiadora de Estudos e Projetos FINEP, sendo utilizado no setor público e em algumas empresas do setor privado. Outra iniciativa que se fez notar foi a de apoio ao mercado de capital de risco como uma participação do mercado financeiro (iniciativa privada) criando assim oportunidades de serem representadas através de novas empresas que apresentassem potencial de crescimento, ditas emergentes.

Quanto ao ramo de negócios a investir Leite (1999), considera ser natural que para proteger seus investimentos e alcançar o retorno, os capitalistas de risco concentrem seus investimentos no ramo com que estão familiarizados, conseqüentemente, querem ter uma voz ativa na administração do negócio, pois os mesmos têm a oferecer valiosos contatos, experiência de mercado, pensamento estratégico além da compreensão prática daquilo que o empresário quer realizar.

Dessa forma, os investidores pretendem auxiliar as empresas em sua fase inicial, antes de serem suficientemente grandes para se tornarem sociedades anônimas, com negociação de suas ações na bolsa de valores.

Outro aspecto considerado por Leite (1999) é que os investidores costumam investir em pessoas tanto quanto ou mais do que em negócios e por isso o relacionamento entre ambos deve ser o mais estreito possível, devem se sentir confortáveis quanto aos objetivos do negócio, aspectos financeiros, entre outros.

Apesar do envolvimento necessário é importante salientar que, segundo Leite (1999 p. 23), não é o investidor que dirige a empresa, ele não é um administrador de uma holding, normalmente ele será um acionista minoritário desta empresa. Justamente por isso a relação entre eles deve ser de mútua confiança e de mútua resolução dos problemas. Sendo assim, este investidor de risco não administra sozinho, cabe-lhe fornecer seu apoio ao empreendimento. Este procedimento será mais eficiente quanto mais este investidor fizer o empresário acreditar que são suas as idéias e estratégias discutidas. Para Leite (1999), um bom investidor de risco não deseja receber o crédito antes de ter o empreendimento completo e com sucesso.

O processo de decisão de investimento das empresas de capital de risco segue determinadas vertentes de acordo com o perfil da empresa sendo ele mais tradicional ou mais agressivo e o método de escolha acompanha o perfil. Existem alguns instrumentos que são aplicados pelas empresas investidoras com o objetivo de minimizar os riscos.

Uma das ferramentas que auxilia na tomada de decisão é o Due Diligence. Esse consiste basicamente em através de uma avaliação da empresa em diversas áreas da organização e uma pesquisa mercadológica mostrar ao empresário qual a atual realidade em que se encontra a empresa.

No Workshop Internacional, Pacheco apud Leite (1999) sócia da Pinheiro Neto & Advogados, diz que deve se seguir objetivos, para os empresários que quiserem conseguir sucesso num processo de Due Diligence.

Segundo Leite (1999, pp. 81), os objetivos são:

- Organizar a empresa para investigação do comprador;
- Organizar os documentos para o data room;
- Detectar e retificar problemas antes da apresentação dos documentos ao comprador;
- Demonstrar quais são os instrumentos de marketing;
- Facilitar a investigação do comprador e acelerar a conclusão do negócio;
- Base para as declarações e garantias do vendedor;
- Evitar ajuste de preço inesperado e também exigências com excesso de garantias;

Segundo Leite (1999) deve-se ainda elaborar uma série de objetivos que os futuros investidores observariam ao se realizar o processo de Due Diligence. Assim, é necessária uma atenção do empresário, que segue os seguintes passos:

- Verificação da situação legal;
- Verificação da situação contábil;
- Verificação financeira, especialmente contingências não provisionadas no balanço e passivos ocultos;
- Verificação do preço ofertado de empresa, se é ou não adequado à realidade de mercado;
- Redução de parte de preço ofertado;
- Retenção de parte do preço da empresa;
- Solicitação de garantias;
- Organização da operação após a mudança do controle.

Para Silver (1985, pp.79-81) as empresas de capital de risco recebem um volumoso número de propostas empresariais e seria através da criação de um sistema de separação com critérios pré-estabelecidos que só as propostas muito bem revisadas possam ser levadas adiante. O processo de revisão, ou também podendo ser chamado de filtro dos planos empresariais é conhecido como Due Diligence.

Ainda segundo Silver (1985), apenas uma minoria das empresas vai sobreviver ao rigoroso, complexo e meticuloso processo do Due Diligence, que posteriormente receberão uma proposta de investimento de uma empresa de capital de risco.

Portanto Leite (1999), diz que o empresário que deseja realmente conseguir obter um financiamento pelas empresas de capital de risco deve entender o que as mesmas irão olhar para a tomada de decisão, o Due Diligence é uma opção, para isso deve-se aplicar a empresa de maneira, que propicie os meios para a adequação, tornando-os 'produtivos' ao empresário.

Segundo Silver (1985, pp. 112-122), o processo de Due Diligence deve ser realizado através de cinco auditorias definidas, ou seja, são definidas leis para as empresas de capital de risco.

- 1 – Auditoria de P (P é igual ao tamanho do Problema);
- 2 – Auditoria de S (S é igual a proposta de solução);
- 3 – Auditoria de E (E é igual a qualidade do time empresarial);
- 4 – Auditoria da situação financeira;
- 5 – Auditoria Legal.

Certamente existem alguns motivos para o fracasso das empresas que não podem ser identificados através do Due Diligence ou que ocorrem por falta de sorte ou por um timing errado, que pode ser descrito como tempo de realização do investimento. Entretanto os principais motivos de perda dos empreendedores ou empresas de capital de risco se dão por não ter sido pesquisado por completo uma das áreas da empresa durante o processo de Due Diligence, se caso houver um investimento a uma companhia qualquer, onde as auditorias propostas acima não forem realizadas, então uma vez que existam perdas, essas podem ser identificadas nas áreas que foram negligenciadas no processo de pesquisa.

Tendo como base essas afirmações, podem ser estabelecidos pontos importantes do processo de investimento. A auditoria de "P" é uma avaliação aprofundada através de pesquisas setoriais, do mercado em que a empresa está situada, analisando o setor, análise dos concorrentes e a posição de cada um no mercado e a atratividade do mercado para a futura

saída do investidor, essa fase recebe de Silver (1985) o nome de “P” por constituir a verificação do tamanho do problema para que a empresa atinja seus objetivos. Muitas das empresas de capital de risco não investiriam em empresas que após cinco anos não pudessem ter um faturamento equivalente a i bilhão de dólares, o que representaria de 10% a 15% do mercado onde a mesma está inserida.

A existência de barreiras de entrada é outro ponto relevante a ser avaliado pelas empresas de capital de risco, uma vez que a única maneira da mesma mensurar o tamanho da barreira é determinando o custo para derrubar as barreiras identificadas que podem ser formadas através de leis, monopólios, oligopólios, etc, uma vez identificados custos muito altos para a entrada no mercado, o projeto pode ser inviabilizado.

Para a segunda auditoria é de extrema importância a determinação da primeira, pois será nessa fase que serão abordadas as soluções, chamada por Silver (1985) de Auditoria “S”, uma vez que é nessa fase que a empresa de capital de risco irá avaliar se atenderá as necessidades do mercado e se poderá crescer dentro do mesmo, onde a empresa apresentará soluções inovadoras que atendam as expectativas de ambas as partes, sendo que todas as soluções e inovações deverão ser enviadas para a empresa de capital de risco.

A qualidade das pessoas que estarão à frente do negócio também é um fator de extrema relevância, chamada por Silver (1985), de Auditoria “E”, essa parte pode ser o ponto chave entre o sucesso ou o fracasso do investimento a ser feito pela empresa de capital de risco e é necessária uma atenção especial do empreendedor, pois grande parte dos casos de sucesso estão ligados diretamente aos times que compunham as mesmas.

Difícilmente os empresários conseguirão trazer para dentro de suas empresas muitos bons administradores, o que normalmente é suprido pela empresa de capital de risco que acaba colocando pessoas de sua confiança para ajudar na gestão do empreendimento, o empresário deve, portanto ter ao seu lado pessoas experientes que o ajudaram a chegar ao sucesso e crescimento esperado, em geral as empresas de capital de risco atribuem a um profissional competente os objetivos a serem alcançados, sendo que ao empresário cabe dar vida ao negócio e a equipe gerencial construir uma empresa que possua um grande valor.

A quarta parte desse processo de Due Diligence, é a auditoria da situação financeira, que é feita através dos demonstrativos financeiros e contábeis, analisando qual o quadro da empresa no cenário apresentado, onde serão observados os detalhes como vida operacional pequena, a entrada e saída de sócios com frequência, livros contábeis com lançamentos defasados, falta de um bom planejamento e controle de caixa, entre outros aspectos.

O controle de inventário também irá influenciar, sendo a compra de máquinas e equipamentos financiados, a compra de imóveis e o nível de endividamento geral da empresa.

Por ultimo tem-se a Auditoria dos termos e contratos legais, junto a bancos, fornecedores, empresas prestadoras de serviços, registros de marcas e patentes, e outros que possam ter certa relevância e certo grau de relevância para o desenvolvimento do negócio.

Segundo Gladstone (1988, pp. 147-187), o Due Diligence é um processo investigativo que ocorre uma vez que o investidor, empresa de capital de risco, e o empresário, ou empreendedor alcançam um nível de compreensão dos termos e condições do financiamento. Algumas empresas de capital de risco não emitem nenhum tipo de carta ou contrato até que todo processo esteja completo. Os investidores buscarão conhecer melhor o negócio em que irão investir e identificarão falhas na proposta inicial ou motivos para não investir no negócio, é durante essa investigação que se procura avaliar o tamanho do potencial da empresa em conseguir alcançar os resultados esperados e obter os retornos acima da média, embora os investidores só formalizem depois do processo completo, é sempre importante deixar claro qual o tipo de negociação está sendo realizada, antes que a empresa de capital de risco execute investigações e análise do empreendimento.

A proposta empresarial será comparada com uma visita que é realizada as instalações do proponente, e comparará essa com a proposta enviada pelo empreendedor. Serão

verificadas desde instalações até as pessoas chaves da empresa e inclusive a vida do empreendedor, ou empresário, sendo desde honestidade até envolvimento com drogas.

Ainda não foi inventado nenhum tipo de teste ou metodologia que possa ser aplicada com o objetivo de avaliar os indivíduos e o empresário, mas a empresa de capital de risco irá avaliar profundamente o perfil das condutas e os aspectos da administração, utilizado pelo empresário o que já foi alcançado ou realizado pelo empresário, ou seja, aspectos relativos às suas competências e do seu time de trabalho.

A empresa realizará uma verificação das referências, essa deve estar anexada à proposta empresarial, onde procurarão conhecer pontos importantes da empresa e seu relacionamento quanto a fornecedores, bancos, advogados, etc. Tentando conhecer qual a reputação da empresa no mercado. Outros pontos serão as competências internas da empresa, como qualidade do serviço e ou produtos, pagamento de tributos, informações em entidades como sindicatos e todas as possíveis referências que podem ser apresentadas pelo interessado em receber o financiamento, relacionados esses na proposta empresarial para empresa de capital de risco.

Empresas de consultoria especializadas em determinar o valor das empresas também serão consultadas, e é necessário que a empresa facilite ao máximo o processo de avaliação e proporcione condições para que o trabalho seja bem realizado.

A proposta empresarial deve apresentar muitos erros, uma vez que não existe uma proposta perfeita, além do que a empresa deve procurar minimizar os efeitos negativos encontrados. O empreendedor precisa ter certeza que os problemas encontrados não são críticos para a empresa de capital de risco e que o negócio poderá seguir adiante. Alguns pontos negativos podem ser resultantes de uma ausência de conhecimento sobre determinado assunto. O empreendedor deve buscar juntamente com a equipe o auxílio da empresa de capital de risco, procurando gerar um esforço conjunto de pesquisa intensiva com o objetivo de obter a informação adicional que poderá fazer com que a falha apontada da lista crítica da empresa de capital de risco seja minimizada, fazendo com que o caminho para a solução do problema seja decifrado.

Tal instrumento pode ser observado de forma muito similar pelo que diz Frigo (2005) que deixa claro que a maior dificuldade das empresas de venture capital, (capital de risco), é encontrar um paralelo entre a estratégia de negócios e a capacidade de gerar valor para a empresa, então se passa para a fase de escolha do negócio, que será definido através da mensuração de alguns pontos tais como estrutura estratégica, os objetivos financeiros alinhados a geração de valor para os acionistas dentro de parâmetros éticos dentro do ramo onde a empresa atua, são escolhidas as empresas que atendem as necessidades dos clientes, onde a empresa apresenta a capacidade de poder dominar o segmento onde atua, a empresa que apresenta a capacidade de criação da empresa comparando-a com a concorrência, se a empresa aceita mudanças como uma reengenharia, onde são estratégias baseadas em retornos.

Essas características voltadas às estratégias, retornos e ética, são realizadas pelos investidores menos tradicionais, quanto aos mais tradicionais se resumem a olhar com maior ênfase a equipe que irá gerir ou administrar o negócio e quais os recursos internos da empresa frente ao da concorrência, portanto elas têm uma visão mais holística do negócio em si, enquanto as menos tradicionais buscam mais a fundo, o que difere também no tipo de negócio a ser escolhido.

Essa maneira mais profunda onde os investidores aplicam simulações, ou testes nas empresas, faz com que o mercado de investidores de risco tenha uma ferramenta valiosa para avaliar os riscos dos próximos investimentos, minimizando assim seus riscos.

Tal modalidade apresentada baseada no retorno pode ser vista nas empresas Intel. E Cisco, que foram financiadas por empresas de Venture Capital. É certo que mesmo aplicando tal ferramenta de decisão pode-se dizer que ainda os investidores estarão envolvidos em um grande risco de que as previsões não funcionem de acordo com o previsto. E isso segundo o

autor pode ser minimizado apenas a partir do momento em que os recursos forem sendo alocados de maneira certa nas necessidades certas, ainda se elaborando as metas certas de maneira a poder dominar o mercado atuante. Essas seriam baseadas nas necessidades dos clientes, na força da concorrência, na evolução ou involução ou estagnação do segmento, os recursos que a empresa pode oferecer atualmente, a marca e o que falta para a empresa. Que segundo o autor fazem uma tomada de decisão de investimento ser mais segura.

Por outro lado algumas empresas mais tradicionais optam por outro tipo de avaliação onde Zancharakis e Shepherd (2005), avaliaram as políticas dos investidores de capital de risco na hora de realizar seus investimentos, dizendo que não são apenas dados concretos que são utilizados para isso são feitas relações entre a experiência do gestor e os recursos internos da empresa.

Ou seja, é avaliada a capacidade de liderança do gestor, ou conhecimento, e a capacidade do ambiente multifuncional da empresa traçando um paralelo entre os dois. Segundo os autores, a avaliação sobre o aspecto da liderança é feita com maior ênfase quando é um mercado com muita concorrência e os concorrentes são relativamente fracos.

Em muitos casos a capacidade de liderança, ou a experiência do empreendedor, pode ser substituída, pela equipe que irá gerenciar o risco, isso ocorre principalmente nos novos negócios, conhecidos também como start-up. Entretanto segundo os autores é muito complicado ou complexo, testar quais seriam os dispositivos de entrada, ou quais seriam os principais, para que tal decisão seja tomada, uma vez que cada investidor toma as suas decisões baseadas nas suas próprias regras, onde é ele quem irá determinar o que é ou não realmente importante.

Ainda na busca de entender quais os fatores que influenciam a tomada de decisão dos investidores pode-se dizer que segundo Jain (2001), desde a década de 90 os investidores de capital de risco procuram por novos negócios em empresas que tenham um futuro promissor, mas que ainda não despontaram no mercado.

E segundo o autor os investidores de capital de risco além de agentes investidores de recursos financeiros, esses como já citado anteriormente fazem parte da gestão da organização, sendo gerenciando seus riscos, influenciando sua estrutura, suas estratégias, objetivos e processos de controle. Sendo que segundo Jain (2001) o que serve de modelo para a tomada de decisão é poder saber se empresa pode gerar retornos acima da média, no longo prazo.

Segundo Dornelas (2001) são quatro os aspectos a serem analisados: a capacidade da equipe de gestão, plano de negócios bem fundamentado, um mercado alvo expressivo e em crescimento, e uma idéia realmente inovadora.

Segundo Oreiro (2003), existe um feeling (sentimento) que resulta da desconfiança que os gestores ou investidores tem, elaborando suas próprias previsões para o futuro e desconsiderando os processos comuns acreditando em seu feeling, onde mesmo que tudo progrida para o lado positivo, mas considerando a sua visão do negócio e sua experiência deixa de realizá-lo.

### **3. Procedimentos Metodológicos**

#### **Problema de pesquisa**

Para Cervo e Bervian (2002, p.84), o “problema é uma questão que envolve intrinsecamente uma dificuldade teórica ou prática, para a qual se deve encontrar uma solução”.

Sendo assim, a presente pesquisa tem como problema de pesquisa: Quais os critérios adotados pelos investidores de capital de risco na escolha de novos negócios.

### **Variáveis independente e dependente**

Koche (1997) e Richardson (1999) definem as variáveis dependentes e independentes explicando que a primeira é afetada, consequência ou resultado da segunda. Porém, uma pesquisa exploratória não busca entender a relação entre fenômenos e sim conhecer ou levantar aspectos gerais de um tema. Dessa forma a pesquisa exploratória não necessita de hipótese ou de estudo sobre a relação entre variáveis.

### **Objetivos – geral e específicos**

O objetivo geral, para Santos (1999), deve conter de forma clara o que o pesquisador pretende com o trabalho e deve ser construído a partir do problema de pesquisa. Logo, tem-se como objetivo geral da investigação: Identificar os critérios adotados pelos investidores de capital de risco na escolha de novos negócios.

Richardson (1999), explica que é necessário estabelecer objetivos específicos que definem as etapas necessárias para que se atinja o objetivo geral. Dessa forma os objetivos específicos foram: Identificar investidores de Capital de Risco, a partir deles, conhecer quais atuam no Brasil e / ou são brasileiros, desses quais tem escritórios e / ou sede na região de São Paulo. Uma vez conhecendo tais investidores entrevistá-los a fim de levantar os fatores que influenciam suas decisões.

### **Classificação do tipo de pesquisa**

Para Tripodi et al. (1981), as pesquisas podem ser quantitativo-descritivas ou exploratórias. Segundo eles a pesquisa exploratória tem como finalidade desenvolver idéias de pesquisa e conhecer melhor o conceito, para investigação posterior. Nesta pesquisa foi utilizado o método qualitativo. Esta opção é a mais adequada porque segundo Godoy (1995), devido à natureza do problema ele se torna mais apropriado, ou seja, quando tratamos de questões pouco conhecidas, a pesquisa é explanatória, o estudo tem características descritivas e busca-se entender o fenômeno por completo.

### **Plano amostral**

Segundo Nassif (2003), o plano amostral consiste em estabelecer as seguintes etapas:

- A população é a caracterização qualitativa de quem será pesquisado e será aplicado a Empresas de Capital de Risco.
- O Universo é a quantidade de unidades amostrais que atendam a caracterização da população sendo aplicado a empresas disponíveis no Guia Endeavor de Capital de Risco / 2003.
- Amostra será o objeto de mensuração ou fornecerá as informações sobre algo que esteja sendo estudado, desta forma as amostras são quatro empresas que terão suas identidades preservadas sendo definidas apenas como empresa A, B, C ou D.
- Respondentes são pessoas que participam do processo de coleta de dados. São informantes do assunto que se investiga, sendo eles os diretores ou pessoa responsável pela decisão do investimento.
- Extensão geográfica é a área geográfica onde será realizada a pesquisa, neste estudo será a região metropolitana de São Paulo.

### **Tipos de amostragem**

A pesquisa é não probabilística, pois nesse tipo de pesquisa não há a possibilidade de sorteio dos elementos amostrais não permitindo que o resultado da amostra seja considerado a toda população. Os resultados valem apenas para as empresas pesquisadas.

### **Coleta e tratamento dos dados**

Richardson (1999) pontua que a coleta de dados é uma técnica importante por ser o modo de comunicação em que a informação é transmitida do respondente para o pesquisador.

Por se tratar de uma pesquisa qualitativa o instrumento utilizado foi o de entrevistas. Como técnica de tratamento dos dados utilizou-se da Análise de Conteúdo, através da qual buscou-se encontrar convergências das falas dos entrevistados.

#### **4. Análise dos Resultados**

Foram realizadas, no período de 10 de outubro a 2 de novembro de 2005, quatro entrevistas com administradores ou gestores de ativos de empresas localizadas na cidade de São Paulo.

A primeira empresa, A, é uma das maiores empresas de Private Equity do mundo. Possui mais de US\$ 10 bilhões captados para investimentos e tem uma estratégia de investimentos baseada na capacidade de adicionar valor aos projetos. Foi fundada em 1984 e atua na América Latina desde 1996. Desde então realizou 26 investimentos. A empresa possui uma estratégia de investimento diversificada quanto aos segmentos da indústria, só não investe no setor imobiliário e de siderurgia porque considera não ter capacidade de agregar valor nesses mercados, além de não possuir o *Know How* necessário. Uma característica essencial da empresa A é que seus recursos vêm de investidores institucionais internacionais, levando a total autonomia na decisão de investir num negócio, não existe nenhuma interferência dos investidores na tomada de decisão.

A segunda entrevistada, B, fundada em 2000 como uma administradora de Capital de Risco no Brasil, é hoje uma empresa de serviços financeiros diversificada, atua em diversos produtos e regiões. Possui fundo de Private Equity e Venture Capital em torno de R\$ 70 milhões. Procura fazer investimentos de 150 mil a 3 milhões de reais e espera que o faturamento mínimo dos candidatos a investimento seja de 250 mil dólares. A empresa não exige controle acionário e faz investimentos nos estágios de primeira e segunda rodadas e *management buy out*. Os recursos financeiros da empresa são em maior parte de terceiros e um pequeno percentual da própria empresa. Essa forma de captação influencia bastante a decisão porque todos os investimentos passam por uma votação do comitê que nem sempre é favorável.

Em seguida, a entrevista se deu com a empresa C, no Brasil desde 2000, com uma equipe de sete pessoas e um fundo de US\$ 215 milhões próprios para investir nacional. Foram feitos onze investimentos dos quais, nove no Brasil, um na Argentina e um em empresa regional da América Latina. C é uma empresa de Capital de Risco que só não investe em *start ups* e pequenas empresas. Ela não exige controle acionário em seus investimentos, eles normalmente são de 15 a 30 por cento em participação, isso também para que o processo de saída seja mais fácil. Não tem foco de investimento definido em nenhum segmento. Ela costuma identificar oportunidades de negócios em meio a crises.

E o último entrevistado, D, está no Brasil desde 1999. A princípio investia em venture capital, hoje investe em empresas nos estágios de *later stage* e expansão em qualquer área de atuação sendo ele multi-setorial. Os investimentos são preferencialmente não inferiores a 2,5 milhões de dólares e superior a 20 milhões por investimento. Espera que as vendas anuais mínimas dos candidatos a investimento sejam de 10 milhões de dólares e tem preferência por assumir o controle acionário de tais empresas. Os recursos de D até então são próprios.

#### **Análise dos fatores que influenciam a tomada de decisão dos investidores entrevistados.**

Com base no material levantado com as entrevistas realizadas, foi possível identificar dez itens de influência na tomada de decisão de investimento que serão abordados item a item neste sub capítulo.

Para melhor compreensão dos resultados foi elaborado um quadro com os itens de influência, as empresas e o resultado das análises, como tem-se a seguir.

**Quadro 1 – Resultados dos fatores de influência**

	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D
1. Segmento e foco do fundo	Private Equity Multi-Setorial	Private e Venture Capital Fundos Segmentados	Private Equity Multi-Setorial	Private Equity Fundos Segmentados
2. Forma de contato dos empreendedores	1.Cold Call 2.Intermediários Informais 3.Empreendedores Informais 4.Intermediário Formal	1.Estudo Setorial 2.Intermediários Informais 3.Site	1.Cold Call 2.Redde de Relacionamentos 3.Intermediário Formal 4.Empreendedor	1.Prospecção 2. Redede Relacionamentos 3. Bancos de investimentos 4. Planos de Negócios.
3. Perfil dos Empreendedores	Influencia Exige controle acionário	Influencia Muito Não exige controle acionário	Influencia Muito Não exige controle acionário	Influencia Exige controle acionário
4. Plano de Negócios	Média Influência	Média Influência	Média Influência	Média Influência
5. Forma de Captação de Recursos para o fundo	Investidores Institucionais Internacionais Não influencia	BNDES SEBRAE Swiss Re Influencia Muito	Investidores Institucionais Internacionais Influencia Pouco	ABN AMRO Bank Investidores Institucionais Internacionais Influencia
6. Negócios já fechados	Influencia	Influencia	Influencia	Influencia
7. Retorno e prazo esperados	Influencia	Influencia	Influencia	Influencia
8. Intuição dos Gestores	Não Influencia	Influencia	Influencia	Influencia
9. Desacordos Contratuais	Influencia	Influencia	Influencia	Influencia
10. Capacidade de a Empresa de CR agregar valor ao Negócio	Influencia	Influencia	Influencia	Influencia

Fonte: Elaborado pelos autores, (2005).

### Segmento e foco do fundo

Para a captação de recursos financeiros as empresas formam fundos de investimentos, que podem ser voltados para investimentos em setores industriais específicos, por exemplo, tecnologia, setor imobiliário ou indústria química, como é o caso das empresas B e E. Desta

forma fica mais fácil conseguir recursos, principalmente em países de pouca cultura em Capital de Risco como o Brasil. Os investidores nacionais não se sentem seguros com esse tipo de investimento.

Empresas como A e C conseguem ser multi-setoriais, pois seus recursos financeiros vêm de investidores institucionais internacionais que já possuem uma cultura nesse tipo de investimento. Porém, mesmo sendo multi-setoriais, ambas possuem setores em que não investem. Leite (1999), considera ser natural que para proteger seus investimentos e alcançar o retorno os capitalistas de risco concentrem seus investimentos nos ramos com que estão familiarizados oferecendo valiosos contatos e experiência de mercado. Outro aspecto de segmentação é se a empresa ou o fundo estão voltados para investimentos em Private Equity ou Venture Capital.

### **Forma de contato dos empreendedores**

A forma de contato descrita como a de maior sucesso por todos os investidores é prospecção própria de oportunidades, onde os analistas procuram no mercado e identificam as empresas que estão de acordo com os perfis, segmentos e tamanhos procurados.

A segunda forma de maior sucesso e que também é citada por todos os entrevistados é a rede de relacionamentos ou intermediários informais. Estes podem ser, Universidades, bancos, advogados e pessoas físicas e jurídicas que de alguma forma mantenham contato com as empresas de capital de risco e sugerem empresas que possam receber o investimento.

### **Perfil dos Empreendedores**

O segundo fator de maior influência na decisão é o perfil dos empreendedores. Conforme explica Leite (1999), os investidores costumam investir em pessoas tanto quanto ou mais do que em negócios e por isso o relacionamento entre ambos deve ser o mais estreito possível.

As empresas B e C não exigem controle acionário. Já a empresa A apesar de exigir controle acionário ela procura não se envolver no dia-a-dia do negócio e por isso espera que os empreendedores tenham reconhecido potencial de gestão do negócio.

A qualidade das pessoas que estarão à frente do negócio é um fator de extrema relevância. Todos os entrevistados disseram realizar inúmeras reuniões com os empreendedores.

No caso da empresa D existe uma facilidade incomum para adquirir essas informações. Por se tratar de um banco comercial, os analistas entram em contato com os gerentes de contas, fornecedores e clientes do empreendedor para obter informações diversas sobre o mesmo.

### **Plano de Negócios**

Segundo Dornelas (2001) são quatro os aspectos a serem analisados na tomada de decisão: a capacidade da equipe de gestão, plano de negócios bem fundamentado, um mercado alvo expressivo e em crescimento, e uma idéia realmente inovadora.

No quesito plano de negócios todos os entrevistados informaram que em geral, recebem planos bem estruturados, porém a ausência deste não influencia na decisão de investimento. A partir do interesse em um plano de negócios, os analistas elaboram um novo plano para conferir se as informações oferecidas conferem com a lógica do mercado.

### **Forma de Captação de Recursos para o Fundo:**

Dentre os entrevistados, A, C e D são fundos que investem preferencialmente em Private Equity. Para que a empresa de capital de risco consiga esse aporte é necessário que ela tenha reconhecida experiência no mercado.

A administração dos fundos fica a cargo dos administradores ou gestores profissionais. Os gestores são responsáveis tanto pela captação dos recursos quanto pela prospecção, análise, realização e gerenciamento dos investimentos.

Sendo assim, quanto maior experiência da empresa de capital de risco e dos gestores mais autonomia ela terá na hora da decisão. Dentre as entrevistadas a que desfruta de maior liberdade de escolha é a A, onde a decisão é tomada no Brasil e eles podem investir em qualquer setor. A empresa C também desfruta de certa liberdade para decisão, mas seu comitê pode vetar um investimento.

A empresa D está na fase de captação de recursos para um fundo de Private Equity e por isso terá de focar os fundos para segmentos de indústria específicos o que é uma forma de influenciar a tomada de decisão.

Já a B tem na composição de sua formação de capital, uma parte de investidores nacionais e os mesmos não possuem uma cultura voltada para esse tipo de investimento, influenciando demais no processo de tomada de decisão. Isso faz com que falte autonomia nas decisões e muitas boas oportunidades de negócios não sejam concretizadas.

### **Negócios já Fechados**

Conforme a pesquisa realizada, notou-se que os negócios já fechados influenciam na tomada de decisão de todas as empresas entrevistadas. No caso da A os gestores responsáveis pela tomada de decisão alegam que pode haver uma intenção de consolidação, ou seja, depois de adquirido know how em um determinado segmento, existe a tendência de que qualquer outra empresa que surja no segmento seja alvo de investimentos.

Já no caso da C, relata que após o projeto ser fechado são encontradas muitas dificuldades, pois o Plano de Negócios nunca é totalmente verídico, e mesmo após todos os testes de sensibilidade realizados para identificar o que de imprevisto o projeto suportaria sempre há algum risco que não foi identificado.

Na D os surgimentos de inúmeras dificuldades são apontados como fatores que influenciam na decisão da tomada de decisão após o fechamento do negócio, sendo o principal problema o de se errar no Management, pois a mesma cita que quanto mais sócios, mais difícil a relação, fazendo com que possam ser gerados diversos conflitos. E como segundo problema, está o erro da análise do potencial do mercado alvo, o que poderia trazer retornos fora do esperado ou trazer grandes resultados negativos não esperados.

### **Retornos e Prazo Esperados**

O retorno e prazos esperados sobre os investimentos foram identificados com aspectos influenciadores no momento dos investidores decidirem se investem ou não nas oportunidades de negócios identificadas.

Apesar de a empresa A quando questionada a respeito deste item ter preferido manter sigilo, a mesma deixou claro a influência deste quesito.

Já a empresa B explicita que a taxa de retorno esperada nas oportunidades identificadas devem ser superiores a 30% ao ano num prazo que pode variar entre 6, 8 ou 10 anos, para que sejam fechados os negócios

A empresa C também deixa claro que para que as oportunidades identificadas sofram investimentos, a expectativa de retorno apresentada sobre os investimentos sejam entre 25 a 30% ao ano, num prazo médio de 5 anos.

Já a empresa D argumentou que este quesito pode variar muito, isso depende do setor e estágio em que a empresa se encontra. A empresa D completa que nos investimentos de Venture Capital sua expectativa é de 40%, Early Stage – 30 a 35%, Later Stage – 25 a 30%, Infra Estrutura – 15 a 18%, Dívida – 12 a 14% .

### **Intuição dos Gestores:**

A empresa A mostra que a intuição é um item que influencia na tomada de decisão. As reuniões semanais para discutir as oportunidades identificadas são realizadas, e é neste momento que intuição e experiência de cada gestor se mostra uma ferramenta importantíssima, pois somente os projetos que passam por essa etapa são melhores discutidos com os donos das empresas.

A empresa C é outra empresa que mostra a intuição como um quesito que tem grande participação na tomada de decisão, mesmo porque com todas as informações que são levantadas e analisadas a respeito dos sócios o risco de errar no Management é muito grande.

A empresa D exhibe também a intuição como sendo um aspecto de influência na tomada de decisão, ainda afirma que quanto mais baixo o grau de estágio de desenvolvimento da empresa maior será o percentual de intuição utilizado na tomada decisão na hora de investir.

Porém na entrevista realizada junto a empresa B, notou-se que este quesito não influencia os gestores no momento de investir, isso se dá devido ao fato de, após o recebimento de uma proposta existir um processo de seleção, onde a empresa B filtra os projetos de acordo com o foco, seguindo de reuniões com os empreendedores para conhecê-los e identificar suas habilidades, sendo posteriormente realizada uma análise mercadológica mais profunda para adquirir mais informações sobre o mercado, somente após toda a análise descrita o negócio mostrar-se viável, é que a empresa B realiza uma análise geral da empresa, ou seja, em nenhum momento é utilizada a intuição no processo de análise, já que não é a empresa B quem decide o investimento.

### **Desacordos Contratuais**

Muitas vezes o projeto morre na parte dos desacordos contratuais, onde se pode ver que muitas vezes não conseguem chegar a um consenso entre o investidor e o empreendedor.

Foi possível identificar tal ocorrido em todas as empresas onde muitas vezes após as empresas de investimento verem com bons olhos o negócio, não chegam a um denominador comum com o empreendedor, algumas empresas realizam o contrato a quatro mãos, ou seja na hora da elaboração contam com a participação de todos os envolvidos, assim ocorre com a empresa A, onde segundo a empresa, os riscos do projeto falhar nessa hora são minimizados.

### **Capacidade de a empresa de capital de risco agregar valor ao negócio:**

Para as empresas A, C e D o quesito da existência de agregação de valor a oportunidade, é identificada como influência bem clara na escolha de novos negócios, visto uma vez que este item faz parte do processo seletivo dos novos negócios de todas elas.

É devido a este item que os entrevistados disseram colocar algumas restrições quanto ao segmento para investir. Explicaram que alguns segmentos precisam de um know how muito específico, com o é o caso do setor imobiliário, siderúrgico e tecnológico.

A empresa C disse também, que quando os mercados estão em crise, ela vê nisso uma oportunidade de agregar valor aos negócios. Não é porque a empresa vai mal que ela não tem potencial de crescimento.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Este estudo teve por objetivo analisar o comportamento dos investidores em capital de risco no Brasil. Para tanto foram selecionados gestores de investimentos e empresas receptoras de investimento em capital de risco, de forma levantar as principais características dessa operação de capitalização, bem como os fatores principais que geralmente são considerados quando os mesmos analisam novos investimentos de capital de risco.

Os fatores mais relevantes que influenciam os analistas e gestores de ativos brasileiros apontados nessa pesquisa foram:

- O primeiro fator de influência é o segmento e foco do fundo. Alguns fundos possuem segmento específico que limitam a escolha dos negócios, e todas as empresas têm interesse em investir em negócios de porte determinado o que também limita o foco de investimento.
- O segundo fator mais importante é o perfil dos empreendedores. Mais do que formação acadêmica ou vivência no exterior, os empreendedores precisam ter experiência na área e histórico de boas realizações. As empresas de capital de risco que não exigem controle acionário dão ainda mais importância a esse quesito.
- Dependendo da forma de captação de recursos para o fundo o administrador de ativos tem mais ou menos liberdade na tomada de decisão. Quando o aporte é feito por investidores institucionais internacionais e a empresa de capital de risco tem vasta experiência no mercado, a mesma desfrutará de maior autonomia na decisão.
- Os negócios já realizados também influenciam a decisão de investimento. Isso ocorre porque trazem experiências que influenciarão nas decisões futuras. Também pode acontecer de a empresa de capital de risco desejar consolidar o mercado, nesse caso mesmo empresas fora do perfil e foco serão passíveis de receber investimento.
- A capacidade do investimento de risco agregar valor ao negócio é fundamental.

A principal contribuição desta pesquisa é a de proporcionar aos empreendedores maior conhecimento sobre os possíveis investidores e como eles investem seus recursos. Com informações sobre os fundos de capitais de risco o empreendedor pode preparar melhor o seu empreendimento para a recepção de investimentos dessa categoria.

## BIBLIOGRAFIA

- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. **Princípios de Finanças Empresariais**. Lisboa. Mcgraw Hill de Portugal LDA, 3ed., 1992.
- CERVO, A. L. e BERVIAN, P. A.. **Metodologia científica**. 5 ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- DORNELAS, José Carlos de Assis, **Empreendedorismo - Transformando Idéias em Negócios**. ed. Campus, Rio de Janeiro, 2000.
- FRIGO, Mark L., **A Holistic Approach to Venture Capital Investment Decisions**. Montvale, 2005. Vol. 86, Num. 8; pg. 8, 3 pgs.
- GARNER, Daniel R.; OWEN, Robert R.; CONWAY, Robert P. **Guide to financing for growth. Ernst & Young Entrepreneurial Services Group**. New York: Professional, Reference and Trade Group, 1995.
- GLADSTONE, David. **Venture Capital handbook**. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1988.
- GODOY, Arilda S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de Administração de Empresas**, v.35, n.2, p.63, mar/abr.1995.
- GOMPERS, Paul. **A note on Angel financing**. Unpublished working paper, Harvard Business School, Dec, 1998.
- JAIN, Bharat A.. **Journal of Business Research**. New York: Jun 2001. Vol. 52, Num. 3; pg. 223.
- KOCHÉ, José C. **Fundamentos de metodologia científica; teoria da ciência e prática da pesquisa**. Petrópolis: Vozes, 1997.
- LEITE, César Ricardo. **Os fundos de “Private Equity” como uma alternativa de financiamento de capital de risco às empresas no Brasil, através da participação acionária e administrativa**. 1999, 145p. Dissertação ( Mestrado em Administração de

Empresas). Programa de Pós – Graduação em Administração de empresas, Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo.

NASSIF, Vânia M. J.; HANASHIRO, Darcy Mitiko Mori. **Manual de TGI: Exemplar do Professor**. Universidade Presbiteriana Mackenzie. Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e Administrativas (FCECA). ed. Ver. E atual: São Paulo, 2003.

OREIRO, José Luiz, **Escolha de Portfólio, Investimento e Não-Neutralidade da Moeda**. Rio de Janeiro, 2003.

RICHARDSON, Roberto. J. *et ali*. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

SANTOS, Antônio Raimundo. **Metodologia Científica: a construção do conhecimento**. Rio de Janeiro: DP&A, 1999.

SILVER, Aaron David. **Venture Capital: the complet guide for investors**. Small Business Managements Series. New York: Ronald Press, 1985.

TITERICZ, Ricardo. **Caracterização dos Fundos de Investimentos de Capital de Risco Brasileiro**. 2003, 78 p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção). Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis.

TRIPODI, T; FELLIN, P.; MEYER, H. **Análise da pesquisa social**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1981.

ZANCHARAKIS, Andrew, SHEPHERD, Dean A.. **A non-additive decision-aid for venture capitalists' investment decisions**, Amsterdam, 2005. Vol. 162, Num. 3; pg. 673.