

**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**GUSTAVO CATANI**

**FATORES DE ESTÍMULO À CAPTAÇÃO DE CAPITAL DE RISCO PARA  
PROJETOS**

**CAXIAS DO SUL**

**2017**

**GUSTAVO CATANI**

**FATORES DE ESTÍMULO À CAPTAÇÃO DE CAPITAL DE RISCO PARA  
PROJETOS**

Trabalho de Dissertação apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador Prof.Dr. Gabriel Vidor

**CAXIAS DO SUL**

**2017**

C357f Catani, Gustavo

Fatores de estímulo à captação de capital de risco para projetos /  
Gustavo Catani. – 2017.  
44 f.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de Caxias do Sul, Programa  
de Pós-Graduação em Administração, 2017.

Orientação: Gabriel Vidor.

1. Finanças. 2. Capital de Risco. 3. Atratividade de capital. 4. Alta  
Rentabilidade. 5. Mercado de Capital. I. Vidor, Gabriel, orient. II.  
Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UCS com os dados  
fornecidos pelo(a) autor(a).

**GUSTAVO CATANI**

**FATORES DE ESTÍMULO À CAPTAÇÃO DE CAPITAL DE RISCO PARA  
PROJETOS**

Trabalho de Dissertação apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração

**Aprovado em 28 de setembro de 2017**

**Banca Examinadora**

---

Prof. Dr. Gabriel Vidor  
Universidade de Caxias do Sul – UCS

---

Prof. Dr. Ademar Galelli  
Universidade de Caxias do Sul – UCS

---

Prof. Dra. Maria Emília Camargo  
Universidade de Caxias do Sul – UCS

---

Prof. Dra. Janine Fleith de Medeiros  
Universidade de Passo Fundo – UPF

## RESUMO

O investimento em capital de risco, enquanto participação acionária em projetos embrionários, ou ainda em fase inicial, é envolto em incerteza, baixa liquidez e grande risco, oferecendo como contrapartida uma possibilidade de rentabilidade acima de qualquer padrão de mercado). O presente trabalho buscou classificar os diversos fatores de atratividade dos empreendimentos de risco, de modo a poder classificá-los pela sua relativa prioridade média em relação ao poder de decisão dos investidores de capital de risco. Os itens que obtiveram maior média foram a indicação através de uma rede confiável, a taxa de retorno e potencial do negócio e a existência de produto ou idéia superior. Ainda, o perfil médio dos investidores foi identificado como sendo do sexo masculino, com idade entre os 25 e os 34 anos, possui pós-graduação, com um montante total investido de menos de 250 mil dólares, realiza os investimentos de forma particular, investiu de uma a duas vezes nos últimos cinco anos no mercado de capital de risco, deixa seu capital investido por um período de 1 a 3 anos, se classifica como um investidor anjo, e não utiliza recursos de terceiros em seus investimentos. Foram identificadas variações dentre grupos específicos de investidores, como uma maior procura por liquidez e segurança nos investidores que optam por estratégias de investimento de menor prazo médio, a menor busca por experiência prévia do empreendedor em investidores de menor faixa etária, bem como uma maior exigência média geral nas investidoras de sexo feminino, bem como uma exigência por maior capacidade e experiência gerencial da equipe de gestão do empreendimento por investidores que possuem uma maior frequência de investimento no mercado de capital de risco. Por fim, o trabalho buscou apresentar um modelo de atração para os investidores a ser utilizado por empreendimentos que planejem captar recursos no mercado de capital de risco Brasileiro.

**Palavras-chave:** Capital de Risco. Mercado de Capital. Alta Rentabilidade. Atratividade de capital.

## ABSTRACT

Investment in venture capital, as an equity investment in embryonic projects, or even in the initial phase, is surrounded by uncertainty, low liquidity and great risk, offering as a counterpart a possibility of profitability above any market standard. The present work sought to classify the various factors of attractiveness of risk ventures, in order to be able to classify them by their relative average priority in relation to the decision-making impact of venture capital investors. The items that obtained the highest average were the indication through a reliable network, the rate of return and potential of the business and the existence of a superior product or idea. In addition, the average profile of investors was identified as male, aged 25 to 34 years, has a postgraduate degree, with a total amount invested of less than \$ 250,000, makes investments in a particular way, invested one to two times in the last five years in the venture capital market, leaves its capital invested for a period of 1 to 3 years, qualifies as an angel investor, and does not use third-party resources in its investments. Variations have been identified among specific groups of investors, such as a greater demand for liquidity and security in investors who opt for smaller term investment strategies, the smaller search for previous experience of the entrepreneur in younger investors, as well as a higher requirement overall average in female investors, as well as a requirement for greater capacity and managerial experience of the venture management team by investors who have a higher frequency of investment in the venture capital market. Finally, the work sought to present a model of attraction for investors to be used by enterprises that plan to raise funds in the Brazilian venture capital market.

**Keywords:** Venture Capital. Capital Market. High Yield. Attractivenessmodel.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Diferença da pesquisa qualitativa e quantitativa .....	20
Quadro 2 – Caracterização do respondente.....	24
Quadro 3 – Questões de importância para investidor .....	25
Quadro 4 – Caracterização da coleta quanto ao sexo .....	27
Quadro 5 – Caracterização da coleta quanto a idade .....	27
Quadro 6 – Caracterização da coleta quanto a escolaridade .....	27
Quadro 7 – Caracterização da coleta quanto a autoclassificação .....	28
Quadro 8 – Caracterização da coleta quanto a frequência de investimento.....	28
Quadro 9 – Caracterização da coleta quanto ao tempo de investimento .....	28
Quadro 10 – Caracterização da coleta quanto ao percentual de participação na empresa.....	29
Quadro 11 – Caracterização da coleta quanto a forma de investimento .....	29
Quadro 12 – Caracterização da coleta quanto ao montante investido .....	30
Quadro 13 – Caracterização da coleta quanto ao montante por aplicação.....	30
Quadro 14 – Caracterização da coleta quanto ao uso do capital de terceiros .....	30
Quadro 15 – Caracterização da coleta quanto as variáveis de análise .....	31
Quadro 16 – Teste KMO e Esfericidade de Bartlett.....	32
Quadro 17 – Matriz de comunalidades .....	33
Quadro 18 – Percentual da variância explicada por cada variável .....	33
Quadro 19 – Composição dos fatores .....	35
Quadro 20 – Valor médio dos fatores .....	36

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
1.1	JUSTIFICATIVA.....	11
1.2	QUESTÃO DE PESQUISA.....	13
1.3	OBJETIVOS .....	14
<b>1.3.1</b>	<b>Objetivo geral .....</b>	<b>14</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Objetivos específicos.....</b>	<b>14</b>
1.4	DELIMITAÇÃO DO TRABALHO .....	14
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>15</b>
2.1	PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL.....	15
2.2	VEÍCULOS DE CAPITAIS DE RISCO .....	17
<b>3</b>	<b>MÉTODO .....</b>	<b>20</b>
3.1	MÉTODO DE PESQUISA .....	20
3.2	MÉTODO DE TRABALHO .....	24
<b>4</b>	<b>RESULTADOS.....</b>	<b>27</b>
4.1	DESCRIÇÃO DO CASO .....	27
4.2	ANÁLISE E DISCUSSÃO DO CASO .....	36
<b>4.2.1</b>	<b>Integração investidor / investimento .....</b>	<b>36</b>
<b>4.2.2</b>	<b>Empreendedor / Gestão.....</b>	<b>37</b>
<b>4.2.3</b>	<b>Entrada do investidor.....</b>	<b>37</b>
<b>4.2.4</b>	<b>Distinção entre investidores .....</b>	<b>38</b>
4.3	IMPLICAÇÕES GERENCIAIS .....	41
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>42</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>45</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Estudos macroeconômicos procuram identificar e quantificar o impacto de fatores do mercado financeiro e da atividade empreendedora e de inovação. Entre eles pode-se destacar Gompers e Lerner (1998), Jeng e Wells (2000), Schertler (2003) e Romain e Van Pottelsberghe (2004). Em vários estudos, tais fatores são divididos entre os de oferta e os de demanda por capital.

Fatores de demanda influenciam o número e a qualidade dos empreendedores dispostos a obter capital, ou seja, estimulam um maior ambiente inovativo. Fatores de oferta levam investidores a comprometer mais recursos para este tipo de investimento. Poterba (1989), por sua vez destaca que o montante de recursos para *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) depende da combinação desses fatores.

Por outro lado, alguns autores buscam relacionar variáveis como a origem e a qualidade do sistema legal e o grau de eficiência do poder judiciário dos países. Abordagem essa derivada de trabalhos pioneiros de La Porta et al. (1997, 1998, 2000) e de Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998). Tais pesquisas buscam explicar as diferenças na macroestrutura da indústria, e conseqüentemente seus efeitos no que diz respeito às particularidades de cada mercado. Entre os principais trabalhos estão os de Cumming e MacIntosh (2002), Kaplan et al. (2003), Cumming et al. (2004), Bottazzi et al (2005) e Lerner e Schoar (2005).

Ainda, existem estudos buscando explicar o tamanho relativo da indústria focando como base única as variáveis institucionais, como os trabalhos de MEGGINSON (2004). Entre os macro economistas, Gompers e Lerner (1998) estudaram o mercado norte-americano no período de 1972 a 1994. Analisaram de forma separada o montante levantado pela indústria, pelas organizações de um mesmo Estado norte-americano e pelas firmas de PE/VC individualmente.

Gompers e Lerner (1998), pelos seus resultados, sugerem que os fatores de demanda são os mais relevantes para a explicação do volume de capital levantado. Entre eles, os autores destacaram redução na alíquota de imposto sobre ganhos de capital. Ressaltando que, apesar de que essa variável aparente, a um primeiro olhar, ser considerada como fator de oferta, os resultados dos autores evidenciam que sua variação impacta, sem variação significativa, investidores que pagam impostos e aqueles que são isentos. Portanto, pode-se argumentar que seu efeito no crescimento do mercado se dá pelo aumento do nível de empreendedorismo, ou seja, por encorajar potenciais empreendedores a iniciarem suas empresas.

Os autores também evidenciaram que o gasto em P&D por parte de empresas, universidades e institutos de pesquisa também é significativo para o aumento do nível de PE/VC. Novamente, tal fator sugere um estímulo positivo para o incremento quantitativo no número de potenciais empreendedores nesse setor de alta tecnologia.

Nos trabalhos de Gompers e Lerner (1998), ficou evidenciado que a facilitação da entrada de fundos de pensão no mercado dos Estados Unidos da América, tornou-se impactante. No ano de 1979 as autoridades norte americanas esclareceram o Employee Retirement Income Security Act (ERISA), definindo que os gestores de fundos de pensão poderiam livremente investir em PE/VC, contanto que agissem com a devida prudência. Segundo SAHLMAN (1990) em 1979, fundos de pensão representavam apenas 15% do capital da indústria. Em 1986, fundos de pensão já eram responsáveis pela metade do capital comprometido em PE/VC.

Gompers e Lerner (1998) basearam o estudo no mercado norte-americano, por sua vez Jeng e Wells (2000) montam estudo com dados com 21 países. Entre os fatores estudados estão: IPOs, crescimento do PIB, capitalização bursátil, mobilidade da mão-de-obra (em especial aquela qualificada), qualidade dos padrões contábeis, bem como o tamanho e o crescimento do mercado de previdência privada. Ainda, por meio de estudo qualitativo, os autores adicionaram uma avaliação dos programas governamentais desses países selecionados.

Os resultados de Jeng e Wells (2000) revelam que o crescimento do PIB e da capitalização bursátil, enquanto fatores de estímulo, não têm efeito sobre o tamanho da indústria. Por sua vez, os resultados indicam que o tamanho do mercado de previdência privada foi positivamente relacionado com o aumento da disponibilidade de recursos de risco no longo prazo.

Complementando os estudos de Black e Gilson (1998), o trabalho de Jeng e Wells (2000) identificou os IPOs como o fator preponderante no que diz respeito ao tamanho do mercado. Assim, ficou evidenciado que investimentos do tipo *later stage* são especialmente sensíveis ao grau de atividade do mercado de IPO. Destacando que em muitos dos países estudados, exclusivamente empresas bem mais maduras conseguem acesso à bolsa de valores. Ainda, este fator também impactou positivamente sobre os negócios de *earlystage*, evidenciando que a existência de um sólido mercado ativo para saídas é positivamente impactante para todas as etapas da atividade de investimento de risco.

Finalizando, a análise que os autores obtiveram de suas pesquisas no que diz respeito a atuação governamental evidenciou um importante papel do governo em atenção ao estabelecimento de um marco regulatório.

Complementando os estudos de Jeng e Wells (2000), Romain e Van Pottelsberghe (2004) incluíram novas variáveis. A taxa de juros, o nível de empreendedorismo e a existência de oportunidades de inovação tecnológica, medida pelo estoque de conhecimento nas empresas, crescimento dos gastos em P&D empresarial e efetiva produção de inovação (por meio do número de patentes depositadas simultaneamente nos EUA, Europa e Japão). Os resultados, de modo amplo e geral, vão de encontro aos obtidos por Jeng e Wells (2000) e Shertler (2003), e ainda trouxeram alguns aspectos inéditos no que diz respeito as novas variáveis incluídas. Os dados estudados foram do período de 1990-2000, distribuídos em 16 países, todos membros da OECD. Os resultados demonstraram que o estoque de conhecimento nas empresas, a produção de inovação e a taxa de juros são as principais determinantes.

A taxa de juros afeta a demanda por capital. Oposto ao princípio que inicialmente se pressupõe, os estudos de Romain e Van Pottelsberghe (2004) indicaram que o aumento da taxa de juros está positivamente correlacionado com o tamanho do mercado. Pode-se explicar tal correlação ao fato de que pelos juros mais elevados, o financiamento por PE/VC torna-se uma alternativa mais interessante para a empresa inovadora. Por outro lado, a diferença entre a taxa de juros de longo prazo e a taxa de curto prazo é inversamente proporcional ao tamanho da indústria. Ou seja, um aumento da taxa de longo prazo em relação àquela de curto prazo reduz a disponibilidade do investidor de alocar seus recursos em ativos de PE/VC.

Toda essa discussão habilita-se concluir que o capital de risco tem sido estudo sob aspectos macroeconômicos, jurídicos, legais e governamentais. A temática da atratividade para empreendedores não é uma base conceitual detalhada e explorada na literatura consultada na realização desse trabalho. De fato, esse trabalho abordará justamente a essa temática, por estar vinculado a esse contexto.

Dessa forma, esse trabalho é composto por cinco capítulos. Além dessa introdução, o Capítulo 1 é composto pelas seções de justificativa, questão de pesquisa, objetivos e delimitações. No capítulo 2 é realizada uma apresentação dos principais aspectos conceituais necessários a realização desse trabalho, enquanto que no Capítulo 3 vem detalhados os métodos de pesquisa e o método de trabalho usados nesse estudo. No Capítulo 4 é realizada um detalhamento dos resultados da pesquisa e o trabalho é findado por meio de conclusões, apresentadas no último capítulo.

## 1.1 JUSTIFICATIVA

Em um resultado conflitante ao de Jeng e Wells (2000), os autores identificaram um fluxo de PE/VC com covariância com a evolução do PIB. Sendo que em períodos de crescimento econômico acelerado, o montante adicionado de PE/VC tem um aumento mais do que proporcional a esse crescimento do PIB. Esse resultado infere-se que um crescimento econômico propicia, consigo, oportunidades de novos empreendimentos. Ao analisar esses resultados, Ribeiro (2005, p.47) afirma que:

"[...] é preciso que existam profissionais dispostos a abandonar seus postos de trabalho para aproveitar essas oportunidades. Esta hipótese é sustentada por dois outros resultados: i) baixa mobilidade da mão-de-obra reduz o impacto positivo da geração de conhecimento; e ii) o efeito do estoque de conhecimento só é positivo e significativo quando o nível de empreendedorismo (Total EntrepreneurshipActivity - TEA) de um país está acima de 8,4%."

Destaca-se então que essa mobilidade da mão-de-obra e o nível de empreendedorismo são variáveis importantes quando estão associadas com as demais. Megginson (2004) em seu trabalho argumenta que o ambiente institucional é o principal determinante das diferenças na macroestrutura e no grau de desenvolvimento da indústria. LA PORTA et al. (2000) têm entendimento semelhante, indicando que a origem do sistema legal é o fator preponderante. Os autores afirmam que em relação ao Direito romano-germânico (*French civil law*) (que é utilizado no Brasil), o Direito anglo-saxão (*common law*) (que é utilizado, por exemplo, nos EUA) é propício no que diz respeito a estimular e proteger o desenvolvimento do mercado financeiro em geral e do mercado de capital de risco em particular.

Nessa linha Cumming e MacIntosh (2002) analisaram 336 saídas de investimentos de capital de risco realizadas por organizações gestoras de 12 países da região Ásia-Pacífico, incluindo tanto países em desenvolvimento quanto países desenvolvidos. E com isso, buscaram definir como as características da empresa, o mecanismo de saída adotado e o retorno sobre os investimentos tem variação em relação a qualidade da coerção (*enforcement*) de leis e contratos. Os resultados foram de que onde os direitos são mais facilmente preservados:

- a) maior a parcela de investimentos se dá em empresas pequenas e de alta tecnologia;
- b) existe uma maior a probabilidade de que saídas ocorram por IPO, e consequentemente uma menor probabilidade de que essa saída se de por meio de revenda da participação ao empreendedor (*buyback*);
- c) maior foi a taxa de retorno obtida.

Kaplan et al. (2003) em seu trabalho pesquisaram 145 investimentos feitos por 70 organizações gestoras em 107 empresas localizadas em 23 países (não inclusos os EUA). Buscaram verificar como os direitos sobre fluxo de caixa, liquidação e controle, assim como a influência e participação junto ao conselho de administração (board) variam de acordo com o sistema legal, a qualidade das normas contábeis e o grau de proteção ao investidor em cada país. Após, foram comparados os resultados com aqueles de Kaplan e Strömberg (2003) para os EUA.

Os autores demonstram que, efetivamente, a escolha de instrumentos financeiros varia conforme o sistema legal. Segundo Lima (2005), "esse efeito desaparece quando se inclui variável de controle que capta o grau de sofisticação das organizações gestoras, medida pelo tempo de experiência, tamanho do fundo e grau de relacionamento com o mercado norte-americano." Assim, gestores com maior grau de sofisticação tendem a seguir o perfil descrito por Sahlman (1990). O qual seja, fazem aportes por meio de ações preferenciais conversíveis e por meio de contratos complexos, conseguem regular a relação. Nos EUA, 80% dos investimentos são feitos dessa forma (KAPLAN; STRÖMBERG, 2003). Por sua vez, esse é o perfil de apenas 20% das transações realizadas na Europa (BOTTAZZI, DA RIN e HELLMAN, 2003).

Segundo Kaplan et al (2003), gestores que seguem o modelo norte-americano de investimentos estão menos expostos à probabilidade de fracasso (medido pelo grau de sobrevivência). Das 70 organizações pesquisadas, as 37 haviam realizado seus investimentos por meio de ações preferenciais, essas todas continuavam operantes após 2 anos. No que diz respeito as 29 organizações que investiam apenas por meio de ações ordinárias, cerca de dois terços, havia abandonado o mercado.

Portanto, de modo geral, esses resultados de Kaplan et al. (2003) indicam que o estilo de contratação utilizado nos EUA pode ser eficiente em diversas realidades institucionais; e que há tendência de convergência no estilo de investimento em PE/VC utilizado mundialmente. Entretanto não se pode inferir nada no que diz respeito aos países em

desenvolvimento, onde o nível de coerção das leis e contratos é sabidamente menor, resultado de um maior grau de insegurança jurídica.

Cobrando a lacuna deixada por Kaplan et al. (2003), Lerner e Schoar (2005) analisaram 210 investimentos em 30 países. Apenas economias em desenvolvimento (inclusive o Brasil). Novamente, mostraram que a escolha dos instrumentos para a realização de investimentos de capital de risco também varia entre países mais pobres. Os resultados de Lerner e Schoar (2005) sugerem a existência de dois perfis de investimento. O primeiro é o investidor minoritário e se protege pela especificação detalhada do contrato. Neste caso, o grau de propriedade dos acionistas depende do desempenho da empresa investida, os direitos de controle são separados dos direitos sobre fluxo de caixa e os aportes são feitos por meio de ações preferenciais conversíveis. O segundo é o investidor majoritário e exerce controle do negócio através do conselho de administração. Neste caso, o gestor adquire posição majoritária das ações ordinárias e utiliza contratos de investimento simplificados. Nos países com maior coerção de leis e maior grau de executividade dos contratos, menos se utiliza segunda estratégia, pois nela o investidor acaba tendo que adquirir mais participação acionária do que gostaria, com o fim único de assegurar o controle, deixando o empreendedor com uma menor participação e menor grau de incentivo.

O mercado de capital de risco tem como destaque a possibilidade de taxas de retorno realmente elevadas, com casos pontuais, mas comprovados, de cerca de 200.000% em 8 anos de investimento. Com o objetivo de maximizar a riqueza, investidores de pequeno e médio porte buscam no mercado de capital de risco uma possibilidade de ganhos reais vultuosos. Apesar de ser realidade, com eventos de investimento ocorrendo no Brasil e no mundo, em uma busca no site da Capes, em seu banco de teses e dissertações, apenas 3 trabalhos são encontrados com o tema "mercado de capital de risco", indicando a existência de uma lacuna de pesquisa científica.

Assim, essa pesquisa busca, através de uma pesquisa exploratória, quantitativa, suprir uma pequena parte dessa lacuna.

## 1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Quais fatores um negócio deve priorizar para ser atrativo aos investidores de risco?

### 1.3 OBJETIVOS

Nessa seção são apresentados os objetivos geral e específicos do trabalho.

#### 1.3.1 Objetivo geral

O objetivo do trabalho é analisar os fatores de estímulo de investimento no mercado de risco de acordo com a perspectiva dos investidores.

#### 1.3.2 Objetivos específicos

Do objetivo geral derivam-se os específicos como sendo:

- a) identificar o perfil médio dos investidores de capital de risco no mercado brasileiro;
- b) classificar os fatores analisados quanto a sua importância;
- c) identificar distinções entre a importância de fatores para grupos específicos de investidores de risco.

### 1.4 DELIMITAÇÃO DO TRABALHO

O presente trabalho não aborda questões como o sucesso ou não dos empreendimentos, nem analisa taxas de retorno, lucratividade ou taxa de sobrevivência dos empreendimentos. Outra delimitação reside no fato de não serem analisadas as motivações associadas a um empreendedor de risco.

Quanto a delimitações metodológicas o presente trabalho aplica uma amostra aleatória, não paramétrica, pois desconhece-se o tamanho do universo da qual a amostra foi extraída.

Por fim, os fatores investigados não contemplam a motivação para ingresso no mercado de capital dos novos investidores, apenas os fatores que os atraem a um negócio ou empreendimento específico.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesse capítulo são apresentadas as temáticas necessárias para discussão do método utilizado nesse trabalho, bem como aquelas associadas a posterior análise dos resultados obtidos.

### 2.1 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

*Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) são formas de investimento de risco, relacionadas a aquisição de participação em empresas emergentes. Bezerra (1999, p.56) no afirma que:

“A indústria de ‘Participações Privadas’ é a indústria de investimentos de longo prazo, baseados em participações acionárias ou em instrumentos de dívida conversíveis em ações, nos quais os investimentos são ilíquidos e a remuneração do investidor se dá principalmente devido a ganhos de capital. Em geral, este tipo de capital financia pequenas e médias empresas que encontram dificuldades em conseguir financiamentos através de outros instrumentos, como emissão de dívida e abertura de capital. Administradores de participações privadas adquirem expressivas participações acionárias e exercem um papel ativo no controle e na orientação estratégica das empresas nas quais investem.”

Quanto a distinção entre os dois termos, Neves e Neves (2003) afirmam que enquanto *Venture Capital* é relacionado a aquisição de empresas menores, iniciantes, com acompanhamento próximo do investidor, o *Private Equity* é relacionado a compra de participação em empresas de maior porte, que demandam menor atenção e envolvimento direto do investidor. Os autores ainda afirmam que os termos são utilizados de maneira intercambiável, que foi a abordagem utilizada nesse trabalho.

Segundo Lima (2005) O grande ciclo de institucionalização da indústria de PE/VC norte-americana, que é o alicerce de toda a indústria de capital de risco moderna, ocorreu entre o início dos anos 1960 e a primeira parte dos 1980. Ainda Lima (2005) afirma que embora a indústria de PE/VC tenha sofrido suas maiores modificações nos anos 1980, a macroestrutura do setor não permaneceu estática. Cornelius (2005), por sua vez analisou mudanças na indústria norte-americana focando na mudança de perfil profissional dos

gestores. Segundo a autora, o gestor contemporâneo de PE/VC é oriundo do setor financeiro e teve formação equivalente ao MBA. Comparado ao gestor de tempos passados, o moderno está com aversão ao risco e, em sua maioria, são menos qualificados a auxiliar empreendedores na execução de estratégias empresariais. Assim, torna-se lógico que os investimentos feitos por este gestor estão mais direcionados para empresas com maior grau de maturidade.

Cornelius (2005) afirma ainda que houve aumento do tamanho médio dos veículos de investimento, obrigando os gestores a efetuar a monitoração de um número maior de empresas. Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990) descrevem a atividade de VC como um modelo de investimentos que se moldou, com o passar dos anos, incorporando princípios que o permite lidar com situações de elevada incerteza, informação assimétrica, baixa liquidez e pouca ou nenhuma garantia real aos investimentos. Assim, o modelo de VC só é adequado para o financiamento de projetos com elevada expectativa de retorno.

Williamson (2002), quando fala de governança, define ela como sendo o ordenamento de uma relação econômica onde conflitos em potencial ameaçam as oportunidades de ganho mútuo para os envolvidos. No caso específico da indústria de PE/VC, a governança e seus princípios se tornam parte fundamental do modelo. Pois eles devem determinar o desempenho da atividade desempenhada e deve reger o relacionamento entre investidores, gestores e empreendedores.

Com base nos trabalhos de Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990), LIMA (2005) agrupa os princípios de governança utilizados pela indústria de PE/VC em cinco:

- a) investimento por etapas: Realização de investimentos por etapas, preservando a opção de abandono;
- b) remuneração por resultado: Remuneração do agente ligada ao resultado;
- c) garantias de liquidez futura: Possibilidade de impor ao agente a devolução do capital;
- d) monitoramento constante: acompanhamento frequente do desempenho e influência sobre a gestão e a governança corporativa.
- e) restrições ao desalinhamento de interesses: demais medidas para garantir que o agente represente os interesses do principal.

Ainda, LIMA (2005, p.34), afirma que:

"[...] problemas de agência e problemas de seleção afetam tanto o relacionamento entre investidores e gestores quanto o relacionamento entre gestores e empresas do

portfólio. Por isso, investidores e gestores tendem a utilizar princípios de governança para protegerem-se de possível ação oportunística de seus agentes. Os princípios de governança mencionados não servem apenas para mitigar os problemas de agência ex-post. Também apresentam função de auto-sinalização. Ou seja, ao aceitarem as condições impostas por tais princípios, os agentes sinalizam ao principal que acreditam em seus negócios e que estão comprometidos a atingir os resultados propostos. Desta forma, os princípios também reduzem o problema da seleção ex-ante."

A atividade da PE/VC também pode ser segregada em partes. Interpretando o trabalho de Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990), pode-se definir que as operações de PE/VC podem ser divididas em três componentes: estrutura, ciclo de investimento e remuneração.

A estrutura compreende a estrutura legal adotada pela entidade que realiza as atividades de PE/VC, bem como o capital humano necessário. O ciclo de investimento compreende o processo que vai da originação à realização de saída de um negócio, passando pelo processo de seleção, negociação, estruturação do investimento, realização dos aportes, monitoramento e adição de valor. A remuneração engloba o pagamento dos gestores, dos empreendedores e de todos aqueles que podem afetar os resultados do investimento.

A aplicação dos cinco princípios se dará em cada um desses componentes, com os devidos custos associados. E logicamente, investidores e gestores só aplicarão princípios que trouxeram mais benefícios do que custos operacionais.

## 2.2 VEÍCULOS DE CAPITAIS DE RISCO

Dentre os veículos por meio dos quais se executa o investimento em capitais de risco, pode-se destacar os seguintes:

- a) investimento direto Pessoa Física: Trata-se de modalidade de investimento em que o investidor pessoa física se torna sócio da empresa em que esta investindo (compra de participação social). Os riscos envolvidos se apresentam principalmente no que diz respeito à possibilidade de desconsideração da pessoa jurídica em caso de falência ou insolvência (conforme previsto nas leis 8078/90 (código de defesa do consumidor), 8.884/1994 (Lei do CADE); 9.605 de

12.2.98 (dispõe sobre as sanções derivadas de danos ao meio ambiente); e lei 10406/2002 (Novo Código Civil), colocando em risco mais do que o capital aplicado na empresa. Como grande vantagem, a Lei nº 9.064, de 20 de junho de 1995 prevê isenção de imposto de renda da Pessoa física na distribuição dos lucros, o que pode gerar uma imediata redução de despesas tributárias da ordem de até 27,5%;

- b) investimento corporativo: Uma empresa já estabelecida em determinado mercado investe em um projeto de capital de risco, com o objetivo de maximizar seu ganho, seja através de aplicação em sua estrutura do projeto financiado, seja pela capacidade de geração de caixa própria deste projeto. Novamente os riscos de desconsideração da pessoa jurídica em caso de falência e insolvência se encontram presentes;
- c) fundos de investimento: São definidos pela CVM como "Fundo de Investimento é uma modalidade de investimento coletivo", portando, devem ter mais de um participante. São estabelecidos como um condomínio de investidores, com um objetivo comum. É uma forma de investimento que protege seus participantes, pois o fundo de investimento não possui personalidade jurídica, assim o capital aplicado pelo fundo é o máximo que fica exposto em caso de insolvência do capital de risco. Permite uma grande diversificação de risco, ao distribuir entre seus cotistas a participação em cada projeto igualmente na proporção de suas cotas. Possui regime tributário específico (CVM 555);
- d) clubes de investimento: Regulados pela instrução CVM 494, os clubes de investimento são definidos pela Comissão de Valores Mobiliários como um veículo de investimento coletivo com no mínimo 3 e no máximo 50 participantes, para aplicação preponderante (67%) em títulos e valores mobiliários com características de participação – ações; bônus de subscrição; debêntures conversíveis em ações de emissão de companhias abertas; recibos de subscrição; cotas de fundos de índices de ações negociados em mercado organizado (ETF's de ações); e certificados de depósitos de ações (CVM). Tal forma de investimento protege seus participantes, que ficam caracterizados legalmente como investidores, permite uma certa diversificação de investimentos, pois concentra recursos de diversos investidores, tendo como contrapartida tributação específica.



### 3 MÉTODO

Nesse capítulo é o método usado nessa dissertação é detalhado por meio de duas partes. Na primeira parte vem apresentada a questão conceitual da pesquisa, por meio do seu método de pesquisa. Na segunda parte é detalhada a questão operacional da pesquisa, classificado como método de trabalho.

#### 3.1 MÉTODO DE PESQUISA

A metodologia de pesquisa possibilita o aprimoramento de habilidades na resolução de desafios e problemas de um ambiente de tomada de decisões (COOPER; SCHINDLER, 2003). Refere-se também às escolhas feitas sobre os casos a serem estudados, os métodos de coleta de dados, as formas de análise dos dados, no planejamento e na execução de um estudo de pesquisa. (SILVERMAN, 2009). Assim, esta pesquisa enquadra-se como sendo quantitativa, com objetivos exploratório e descritivo e do tipo estudo de caso único e *survey*.

Para Creswell (2010), a pesquisa quantitativa configura-se como um meio para testar teorias objetivas, ao examinar a relação existente entre as variáveis. É por meio das pesquisas quantitativas que as teorias objetivas podem ser testadas e a partir disso, analisar a relação entre as variáveis. Essa medição ocorre por meio de instrumentos, os quais possibilitam que os dados numéricos possam ser analisados por meio de procedimentos estatísticos. (CRESWELL, 2010).

Bryman (1988) destaca o papel da pesquisa quantitativa em relação a possibilitar a geração de dados quantificáveis, mesmo que em um grupo heterogêneo de pessoas, o que possibilita uma generalização dos achados, mesmo que em grandes populações.

Gerhardt e Silveira (2006) destacam as diferenças entre o método qualitativo e o quantitativo, onde é possível estabelecer no Quadro 1 as principais diferenças e similaridades de pesquisa quantitativa e qualitativa.

Quadro 1 – Diferença da pesquisa qualitativa e quantitativa

<b>Pesquisa Quantitativa</b>	<b>Pesquisa Qualitativa</b>
Focaliza uma quantidade pequena de conceitos	Tenta compreender a totalidade do fenômeno mais do que focalizar em conceitos específicos
Inicia com ideias preconcebidas do modo pelo qual os conceitos estão relacionados	Possui poucas ideias preconcebidas e salienta a importância das interpretações dos eventos mais do que a interpretação do pesquisador

Utiliza procedimentos estruturados e instrumentos formais para coleta de dados	Coleta dados sem instrumentos formais e estruturados
Coleta os dados mediante condições de controle	Não tenta controlar o contexto da pesquisa, e sim, captar o contexto na totalidade
Enfatiza a objetividade, na coleta e na análise dos dados	Enfatiza o subjetivo como meio de compreender e interpretar as experiências
Analisa os dados numéricos através de procedimentos estatísticos	Analisa as informações narradas de uma forma organizada, mas intuitiva

Fonte: Gerhardt e Silveira (2006, p. 34).

Tais diferenças servem para evidenciar a coerência da escolha do método quantitativo para execução deste trabalho. O procedimento técnico adotado para operacionalizar a pesquisa foi uma *survey*, que, de modo sucinto, se caracteriza a investigação direta das pessoas as quais deseja-se conhecer o comportamento. Essa técnica possui como principais vantagens o conhecimento da realidade que se deseja conhecer, proporciona economia (de tempo e espaço) e rapidez e permite quantificação. (GIL, 1999).

Deve haver um esforço do pesquisador para haver um entendimento do significado o qual os indivíduos constroem entre suas experiências e o mundo no qual vivem. (MERRIAM, 1998). A pesquisa quantitativa tem a finalidade de possibilitar a obtenção de dados quantificáveis o qual aborda um grupo de pessoas representativas de uma população, o qual os resultados possibilitam que haja evidências conclusivas por meio de uma análise estatística.(MALHOTRA, 2011).

Este método de pesquisa representa o meio pelo qual se testam as teorias objetivas, ao analisar a relação entre as variáveis, as quais são medidas, tipicamente por instrumentos, a fim de viabilizar que os dados numéricos sejam analisados por procedimentos estatísticos. (CRESWELL, 2010).

A etapa quantitativa constitui-se como descritiva quanto a finalidade, a qual conforme a literatura objetiva descrever o comportamento dos fenômenos e obter informações sobre as características de um determinado problema ou questão. Em consonância a isso, a pesquisa descritiva avança em relação à pesquisa exploratória no sentido de que examina o problema ao avaliar e descrever as características das questões pertinentes. (COLLIS; HUSSEY, 2005). A pesquisa descritiva representa um método de pesquisa conclusiva que busca descrever algo, o qual geralmente são características ou funções do mercado, e é geralmente realizada para estimar o percentual da população que exhibe um determinado comportamento, bem como fazer previsões específicas.(MALHOTRA, 2011).

Em pesquisas descritivas, o método de levantamento, de corte transversal é frequentemente utilizado, o qual a coleta de dados é coletada apenas uma vez com uma

amostra determinada. (CHURCHILL JR., 2001; HAIR JR. et al., 2009). Assim, o método proposto para realização desta pesquisa é o levantamento. As *surveys* são utilizadas quando a pesquisa promove a coleta de informações de uma amostra considerada de indivíduos. (HAIR JR. et al, 2009).

Seguindo esta lógica, a pesquisa será operacionalizada através de um estudo de caso único quanto aos procedimentos técnicos e *survey* para coleta dos dados. Yin (2015) afirma que o estudo de caso é um estudo de natureza empírica que investiga um determinado acontecimento, geralmente atual, dentro de um evento da vida real, quando as fronteiras entre o fenômeno e o contexto em que ele se insere não são evidentemente definidas.

O objetivo do estudo de caso é maximizar um conhecimento não devidamente definido. (MATTAR, 1996). A principal tendência em todos os tipos de estudo de caso, é que estes tentam esclarecer o motivo pelo qual uma decisão ou um conjunto de decisões foram tomadas, como foram implementadas e com quais resultados alcançados. (YIN, 2015).

Sobre o carácter holístico dos estudos de caso, pode-se dizer que os estudos de caso são holísticos, porque herdam essa característica da investigação qualitativa. Nesta perspectiva, os estudos de caso visam uma maior concentração no todo, para chegar a compreender o fenómeno na globalidade e não alguma particularidade ou diferenciação de outros casos. (STAKE, 1998).

Nos estudos de caso, o desenvolvimento da teoria constitui uma parte da fase inicial do projeto, e é essencial para que se perceba o propósito decorrente do estudo de caso é desenvolver ou testar as teorias. Para o desenvolvimento do estudo, é necessário que o esquema de estudo seja suficientemente sólido, e abarque as preposições teóricas que a literatura já expos, de modo a fornecer o direcionamento do estudo. (YIN, 2015).

O desenho da investigação qualitativa compreende uma organização conceitual e de ideias, as quais devem expressar a compreensão necessária ou ainda, as pontes conceituais sobre o que já se conhece e das estruturas cognitivas que norteiam a coleta de dados. (STAKE, 1998).

Yin (2015) argumenta que dificilmente os estudos de caso terminarão como foram inicialmente planejados. Conforme novas informações ou constatações, o autor alega que se deve encontrar um equilíbrio para a compreensão de formulações de novas ideias. As questões iniciais da investigação, orientam a procura de dados para extrair conclusões.

Assim, o método para realização desta pesquisa foi o levantamento. Conforme os autores, Hair Jr. et al. (2009) e Forza (2002), a *survey* refere-se a uma técnica de coleta de dados por meio dos indivíduos envolvidos, ou seja, o pesquisador busca informações com o

grupo de interesse referente aos dados que deseja obter. A pesquisa com *survey* para alcançar os dados ou informações referentes às características ou as opiniões de determinado grupo de pessoas, indicado como representante de uma população-alvo, o qual é aplicado um questionário como instrumento de pesquisa. (MARCONI; LAKATOS, 1996; SANTOS, 2006; FONSECA, 2002).

Esta pesquisa caracteriza-se por possuir uma amostragem não probabilística por conveniência, visto que o instrumento de coleta será aplicado entre os membros de primeiro nível de uma empresa à qual a pesquisadora tem acesso, de forma censitária. A amostragem por censo mostra-se viável quando a população é pequena e quando os elementos são muito diferentes entre si. (COOPER; SCHINDLER, 2003).

Na análise multivariada, uma das técnicas estatística utilizadas foi a análise fatorial. A análise fatorial viabiliza a análise dos componentes principais e a de fatores comuns. Isso permite a análise de das inter-relações entre as variáveis, a redução das mesmas à fatores ou dimensões comuns, isso com a menor perda de informações possíveis. A análise fatorial também visa se tornar “uma base objetiva para criar escalas múltiplas”. (HAIR JR. et al., 2009, p.33). A técnica de análise fatorial é usada para sintetizar as informações de um grande número de variáveis em fatores e/ou em um número reduzido de variáveis, por meio da combinação de variáveis. (HAIR JR. et al., 2005).

Para Fávero et al. (2009), a análise multivariada é uma extensão das análises univariadas e bivariadas. Os autores diferenciam a análise univariada da multivariada ao explicar que a estuda os comportamentos e distribuições das variáveis de forma isolada e a análise bivariada estuda essas associações e correlações de duas variáveis de forma simultâneo.

A análise fatorial, conforme Fávero et al. (2009) é a técnica utilizada para viabilizar o estudo das inter-relações de um grande número de variáveis. Para os autores, o objetivo desta técnica consiste em condensar as informações contidas em cada grupo em novos agrupamentos, os quais são chamados de fatores, sem que ocorra uma perda considerável de informações. Os autores afirmam que “o principal propósito da análise fatorial é descrever as relações de covariância entre diversas variáveis em termos de poucos e não observáveis fatores, ou seja, é procurar ou identificar fatores não observáveis ou construtos latentes que possam explicar a intercorrelação entre as variáveis”. (FÁVERO et al., 2009, p. 9).

### 3.2 MÉTODO DE TRABALHO

Foi realizada pesquisa baseada na aplicação de questionário já previamente validado pela pesquisa de McDonald (2011). A tradução do instrumento foi realizada de forma livre e a validação da tradução foi realizada por meio três especialistas. Um profissional de mercado na área de capital de risco, com 14 anos de experiência foi o primeiro especialista. O primeiro caracteriza-se por ser formado em economia e com mestrado na área de finanças. O segundo especialista é doutor em administração, possui uma empresa de investimento em mercado de capitais e atua como docente na área de finanças por mais de 17 anos. Um terceiro especialista é doutor na área de engenharia de produção e trabalha na área de análise de investimentos e engenharia econômica a cerca de 11 anos.

O instrumento de coleta de dados contempla 11 questões de caracterização e outras 20 questões de análise de importância, como mostram, respectivamente o Quadro 2 e o Quadro 3.

Quadro2 – Caracterização do respondente

Indique o seu sexo?	Masculino Feminino
Indique a sua faixa etária atual	Menos de 25 anos 25 a 34 anos 35 a 44 anos 45 a 54 anos 55 a 64 anos 65 a 74 anos 75 anos ou mais
Indique o seu nível de instrução	Ensino Fundamental ou menos Ensino Médio Ensino Superior Pós-graduação
Você classifica-se como um investidor anjo ou um capitalista de risco?	investidor anjo capitalista de risco (Os investidores anjo são aqueles que investem o capital e/ou experiência na semente ou fase inicial de uma empresa <i>start-up</i> . Os capitalistas de risco geralmente investem numa fase posterior em circunstâncias mais formais).
Quantas vezes você já investiu no mercado de capital de risco durante os últimos cinco (5) anos?	Uma ou duas vezes em 5 anos Várias vezes em 5 anos Uma ou duas vezes por ano nesse período Várias vezes por ano nesse período Nenhuma, mas planejo Nenhuma e não planejo
Por que período de tempo que você geralmente faz esse investimento?	Menos de um ano Um a menos de três anos Três anos para menos de cinco Cinco anos ou mais
Em relação a esses investimentos, qual a percentagem de participação que normalmente você exige para	Menos de 10% 10% a menos de 30% 30% a menos de 50%

se atrair pelo negócio?	50% ou mais
Em que forma você normalmente investe no mercado de capital de risco?	Particular Investimento corporativo Fundos de investimento Clubes de investimento Informal Outros
Quanto capital você tem atualmente investido no mercado de capital de risco (em dólares) ?	Menos de US \$ 250.000 \$ 250.000 a menos de \$ 500.000 \$ 500.000 a menos de \$ 1.000.000 \$ 1.000.000 para menos de \$ 1.500.000 \$ 1.500.000 para menos de \$ 2.000.000 \$ 2.000.000 para menos de \$ 5.000.000 \$ 5.000.000 para menos de \$ 10.000.000 \$ 10.000.000 e mais
Qual o montante que você normalmente investe em cada empreendimento (em dólares) ?	Menos de US \$ 100.000 \$ 100.000 a menos de \$ 250.000 \$ 250.000 a menos de \$ 500.000 \$ 500.000 a menos de \$ 750.000 \$ 750.000 a menos de \$ 1.000.000 \$ 1.000.000 e mais Sem quantidade usual
Que porcentagem do que você costuma investir é emprestada?	nada Menos de 10% 10% a menos de 30% 30% a menos de 50% 50% e mais

Fonte: Mcdonald (2011)

No Quadro 3 não está representado, mas cada questão contempla uma escala likert de importância de cinco pontos. Nessa escala o primeiro ponto é nada importante, o segundo é não muito importante, o terceiro é moderadamente importante, o quarto é muito importante e o quinto é extremamente importante.

### Quadro 3 – Questões de importância para investidor

As indicações do investimento são através de uma rede confiável
A taxa de retorno e o potencial do empreendimento
A empresa tem um produto ou idéia superior e mercados prontos
Capacidade do empreendedor de fornecer um plano de negócios
Uma estratégia de saída
A fase de investimento do negócio
A empresa tem uma estrutura corporativa para investimento
Proporção de seus ativos no empreendimento
O empreendimento é de alta tecnologia
O investimento está relacionado a metas a serem alcançadas pelo empreendimento
Experiência empresarial do empreendedor
Experiência empresarial do time de gerenciamento
Proporção da sua participação no empreendimento
Sucesso anterior do empreendedor

Proximidade geográfica do investimento
Tipo de negócio do empreendimento
Capacidade do empreendedor de fornecer relatórios financeiros, previsões, livros e conjuntos de contas, informações, memorando, perfil da empresa
O investidor tem controle do capital votante
Há concessões ou benefícios tributários
O investimento está ativo

Fonte: Mcdonald (2011)

Os questionários foram distribuídos de forma física (impressos) e virtual (email). No total foram respondidos 414 questionários, dos quais 33 foram removidos na primeira seleção por não terem todas as questões respondidas, ou por terem mais de uma resposta na mesma questão. Dos questionários restantes, 64 foram removidos ao responderem que nunca haviam investido nem planejavam investir no mercado de capital de risco. Os 317 questionários restantes foram computados e tabelados, com seus dados inseridos para análise através do software IBM *Statistical Package for the Social Sciences*® (SPSS) versão 21.

Foram executadas as análises de frequência das questões descritivas (questões do Quadro 2), para que com tal resultado se pudesse descrever o perfil dos investidores respondentes, encontrando-se indicativos de características comuns a esses indivíduos. Com esses dados, buscou-se caracterizar o perfil do investidor de risco analisado, detalhando suas características com isso identificando peculiaridades e especificidades.

Para as questões do Quadro 3 foram realizadas a análise de média das mesmas, bem como um cruzamento dessas informações com as respostas das questões descritivas (Quadro 2). Na prática essa análise preliminar dos dados, permite inferir conclusões que foram, posteriormente obtidas, por meio da análise fatorial. De fato, a análise fatorial exploratória foi o passo seguinte do método, com o objetivo de agrupar as variáveis investigadas individualmente em grupos de análise.

Dessa forma, buscou-se relacionar, dentre os fatores analisados na pesquisa, os de maior impacto dentro do grupo de investidores estudado, elencando-os em ordem direta de impacto. Bem como elencou-se as opções particulares entre os diferentes perfis de investidor respondentes do questionário, intencionando-se criar uma descrição mais específica de como estas diferenças entre os investidores pode resultar em diferentes motivações para a decisão de investimento.

## 4 RESULTADOS

Nesse capítulo são apresentados os resultados obtidos com o trabalho. Para tanto, ele foi organizado por meio de três seções. Uma seção apresenta um detalhamento dos respondentes da pesquisa, outra seção traz uma análise e discussão dos resultados das análises realizadas e a terceira seção discute as implicações gerenciais do estudo.

### 4.1 DESCRIÇÃO DO CASO

Segundo os dados obtidos na pesquisa, vide Quadro 4, Quadro 5 e Quadro 6, a maioria dos respondentes é do sexo masculino (80,1%), com a predominância da faixa etária de 25 a 44 anos (83,6%) sendo a faixa de 25 a 34 anos a de maior presença (46,7%), por fim, a pós-graduação aparece, quando o assunto é escolaridade, como a maior faixa de respondentes (80,4%).

Quadro 4 – Caracterização da coleta quanto ao sexo

	Freqüência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido Masculino	254	80,1	80,1	80,1
Válido Feminino	63	19,9	19,9	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

Quadro 5 – Caracterização da coleta quanto a idade

	Freqüência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido Menos de 25 anos	21	6,6	6,6	6,6
Válido 25 a 34 anos	148	46,7	46,7	53,3
Válido 35 a 44 anos	117	36,9	36,9	90,2
Válido 45 a 54 anos	21	6,6	6,6	96,8
Válido 55 a 64 anos	8	2,5	2,5	99,4
Válido 65 a 74 anos	2	0,6	0,6	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

Quadro 6 – Caracterização da coleta quanto a escolaridade

	Freqüência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido Ensino Médio Completo ou Técnico	6	1,9	1,9	1,9
Válido Ensino Superior Completo	56	17,7	17,7	19,6
Válido Pós Graduação	255	80,4	80,4	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

No que diz respeito a autotransclassificação dos investidores, Quadro 7, a ampla maioria (89%) se enquadraram como investidor anjo, interessando-se por negócios mesmo na fase de semente (*seed capital*). Na frequência de investimento, Quadro 8, tem-se uma presença sólida de potenciais investidores (41%) que ainda não haviam investido no mercado de capital de risco, no momento em que responderam o questionário, mas planejavam o fazer. Ainda, destacou-se a presença de investidores que tiveram apenas 1 ou 2 investimentos nos últimos 5 anos (44,8%), indicando que se trata de uma decisão bastante pontual e específica, o que os dados de tempo de investimento corroboram, com a maioria dos investidores mantendo seu capital no negócio, Quadro 9, por de 1 a 5 anos (93,4%) e apenas uma minoria investindo em menor tempo (0,3%).

Quadro 7 – Caracterização da coleta quanto a autotransclassificação

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido	Investidor Anjo	282	89	89
	Capitalista de Risco	35	11	100
	Total	317	100	100

Fonte: o autor (2017)

Quadro 8 – Caracterização da coleta quanto a frequência de investimento

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido	Uma ou duas vezes nos últimos 5 anos	142	44,8	44,8
	Várias vezes nos últimos 5 anos	28	8,8	53,6
	Uma ou duas vezes por ano nos últimos 5 anos	9	2,8	56,5
	Várias vezes por ano nos últimos 5 anos	8	2,5	59
	Nenhuma, mas planejo	130	41	100
	Total	317	100	100

Fonte: o autor (2017)

Quadro 9 – Caracterização da coleta quanto ao tempo de investimento

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido	Menos de um ano	1	0,3	0,3
	Um a menos de três anos	168	53	53,3
	Três anos para menos de cinco	128	40,4	93,7
	Cinco anos ou mais	20	6,3	100
	Total	317	100	100

Fonte: o autor (2017)

Os investidores respondentes, Quadro 10, buscam uma participação na empresa acima dos 10%, mas de modo geral sem o controle acionário direto da mesma, ou seja menos de 50% do capital (96,8%), sendo a faixa de 10 a menos de 30% indicada como a de maior preferência pelos respondentes (55,8%).

Quadro 10 – Caracterização da coleta quanto ao percentual de participação na empresa

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido				
Menos de 10%	5	1,6	1,6	1,6
10% a menos de 30%	177	55,8	55,8	57,4
30% a menos de 50%	130	41	41	98,4
50% ou mais	5	1,6	1,6	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

A maioria dos investidores investe de maneira particular (90,9%), com a presença de investimentos informais (4,4%) e via fundos de investimento (4,1%), sendo o investimento corporativo pouco citado (0,6%), como vem apresentado no Quadro 11.

Quadro 11 – Caracterização da coleta quanto a forma de investimento

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido				
Particular	288	90,9	90,9	90,9
Investimento corporativo	2	0,6	0,6	91,5
Fundos de investimento	13	4,1	4,1	95,6
Informal	14	4,4	4,4	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

No que diz respeito ao montante investido, a maioria dos respondentes (96,2%) indicou ter um capital aplicado de até 250 mil dólares (790 mil reais aproximadamente em agosto de 2017), com a totalidade dos respondentes indicando ter menos de 1 milhão de dólares de capital nesse mercado, como mostra Quadro 12. O montante em cada investimento, Quadro 13, acompanhou essa tendência, com a maioria dos respondentes (89,6%) indicando investimentos individuais de menos de 100 mil dólares, mas com uma faixa de respondentes (8,5%) indicando não possuir uma faixa de investimentos usual, o que pode indicar a intenção de investimento baseado no negócio, com alguns investidores respondendo, em conversa informal, que já haviam investido menos de 10 mil dólares em um projeto e mais de 100 mil em outro, normalmente em diferentes estágios e rodadas de investimento. De modo geral há

uma clara tendência de não alavancagem do capital investido, com apenas uma faixa menor dos investidores (1,6%) indicando alguma utilização de capital de terceiros, como vem apresentado no Quadro 14. Novamente, acredita-se que isso indica uma maior maturidade de capital por parte dos investidores, provavelmente investindo apenas uma fração dos seus recursos nesse mercado. O questionário não abrangia o percentual de capital total do investidor aplicado no mercado de capital de risco.

Quadro12 – Caracterização da coleta quanto ao montante investido

	Freqüência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido				
Menos de US \$ 250.000	305	96,2	96,2	96,2
\$ 250.000 a menos de \$ 500.000	10	3,2	3,2	99,4
\$ 500.000 a menos de \$ 1.000.000	2	0,6	0,6	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

Quadro 13 – Caracterização da coleta quanto ao montante por aplicação

	Freqüência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido				
Menos de US\$ 100.000,00	284	89,6	89,6	89,6
\$ 100.000 a menos de \$ 250.000	6	1,9	1,9	91,5
Sem quantidade usual	27	8,5	8,5	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

Quadro 14 – Caracterização da coleta quanto ao uso do capital de terceiros

	Freqüência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulativa
Válido				
Nada	312	98,4	98,4	98,4
Menos de 10%	4	1,3	1,3	99,7
10% a menos de 30%	1	0,3	0,3	100
Total	317	100	100	

Fonte: o autor (2017)

A análise simples de média dos dados indica que os fatores individualmente mais importantes são a indicação através de uma rede confiável, a taxa de retorno e potencial do negócio e a existência de produto ou ideia superior, como se percebe ao analisar o Quadro 15. Pode-se com isso afirmar que o foco primário dos investidores se dá no eixo risco/retorno, com o fator risco mitigado pela indicação confiável do investimento, e o retorno aparecendo

imediatamente em seguida com seu item direto. O produto ou ideia superior indicam a inovação como algo relevante no aspecto do processo decisório do investidor. Apenas esses 3 itens apresentaram médias acima de 4,1, na escala de importância de 1 a 5.

Quadro 15 – Caracterização da coleta quanto as variáveis de análise

	Média	Desvio Padrão
As indicações do investimento são através de uma rede confiável	4,1293	0,85258
A taxa de retorno e o potencial do empreendimento	4,1199	0,88847
A empresa tem um produto ou ideia superior e mercados prontos	4,1073	0,84635
Capacidade do empreendedor de fornecer um plano de negócios	4,0978	0,84188
Uma estratégia de saída	4,0789	0,80942
A fase de investimento do negócio	4,0662	0,89938
A empresa tem uma estrutura corporativa para investimento	4,0189	0,85293
Proporção de seus ativos no empreendimento	4,0095	0,89826
O empreendimento é de alta tecnologia	3,9905	0,83244
O investimento está relacionado a metas a serem alcançadas pelo empreendimento	3,9874	0,83429
Experiência empresarial do empreendedor	3,9811	1,01863
Experiência empresarial do time de gerenciamento	3,9779	0,81684
Proporção da sua participação no empreendimento	3,9748	0,93083
Sucesso anterior do empreendedor	3,9621	0,86336
Proximidade geográfica do investimento	3,9401	0,75444
Tipo de negócio do empreendimento	3,9338	0,87078
Capacidade do empreendedor de fornecer relatórios financeiros, previsões, livros e conjuntos de contas, informações, memorando, perfil da empresa	3,9085	0,98139
O investidor tem controle do capital votante	3,801	0,988
Há concessões ou benefícios tributários	3,7445	1,02238
O investimento está ativo	3,3722	0,82691

Fonte: o autor (2017)

Destacam-se ainda, a estratégia de saída do negócio, que busca aumentar sua liquidez, a fase de investimentos, onde negócios mais maduros tem, naturalmente, um risco mitigado, e novamente na questão de risco, a proporção dos ativos do investidor no negócio também se destaca. A organização do investidor, através de sua capacidade de fornecer um plano de negócios também se encontra na faixa superior das médias dos respondentes.

Todavia, uma análise dessas 20 variáveis não seria possível de ser realizada individualmente. Dessa forma, procedeu-se a uma análise fatorial exploratória, como vem apresentado na sequência. Nesse sentido, uma análise preliminar de normalidade dos dados e de outliers foi realizada, mostrando a viabilidade do uso da análise fatorial. Além disso, a matriz de correlação foi elaborada, para uma análise preliminar de quais variáveis podem

compor cada fator. O primeiro resultado utilizando o SPSS são o a estatística KMO e o teste de esfericidade de Bartlett. No Quadro 16, observa-se um valor da estatística KMO de 0,752 o que mostra uma adequabilidade do uso da análise fatorial, além disso o teste de esfericidade de Bartlett mostra que a matriz de correlações não uma matriz identidade uma vez que apresenta significância, sendo esse um segundo indicativo do uso da análise fatorial.

Quadro 16 – Teste KMO e Esfericidade de Bartlett

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,752
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	1199,426
	df	190
	Sig.	,000

Fonte: o autor (2017)

Na sequência gerou-se a matriz anti-imagem que por motivos de volume de dados não é apresentada na sequência. A matriz anti-imagem de variâncias-covariâncias e de correlações apresentam os valores negativos das covariâncias e das correlações parciais entre as variáveis. Nesse caso, caso algum valor esteja abaixo de 0,5 (Maroco, 2007) essa variável deve ser eliminada. No caso do presente estudo isso não aconteceu. De posse dessa informação foi gerada a matriz das comunalidades. Essa matriz mostra a variância total explicada pelos fatores em cada variável. De fato, essa matriz ajuda a decidir a composição de cada fator, em caso de cargas fatoriais muito próximos. A matriz das comunalidades vem apresentada no Quadro 17.

Quadro 17 – Matriz de comunalidades

	Inicial	Extração		Inicial	Extração
Proximidade geográfica do investimento	1,000	,655	Proporção da sua participação no empreendimento	1,000	,646
Tipo de negócio do empreendimento	1,000	,539	Proporção de seus ativos no empreendimento	1,000	,701
A fase de investimento do negócio	1,000	,648	Sucesso anterior do empreendedor	1,000	,393
A empresa tem uma estrutura corporativa para investimento	1,000	,610	Experiência empresarial do empreendedor	1,000	,489
O investidor tem controle do capital votante	1,000	,675	Experiência empresarial do time de gerenciamento	1,000	,636
	Inicial	Extração		Inicial	Extração
Capacidade do empreendedor de fornecer um plano de negócios	1,000	,641	Há concessões ou benefícios tributários	1,000	,568
Capacidade do empreendedor de fornecer relatórios financeiros, previsões, livros e conjuntos de contas, informações, memorando, perfil da empresa	1,000	,606	A empresa tem um produto ou idéia superior e mercados prontos	1,000	,478
Uma estratégia de saída	1,000	,609	O investimento está relacionado a metas a serem alcançadas pelo empreendimento	1,000	,534
A taxa de retorno e o potencial do empreendimento	1,000	,584	As indicações do investimento são através de uma rede confiável	1,000	,607
O empreendimento é de alta tecnologia	1,000	,541	O investimento está ativo	1,000	,599

Fonte: o autor (2017)

Na sequência analisou o percentual de variância explicada por cada variável, como vem mostrado na Quadro 18. Observa-se pelo Quadro 18 também a retenção de sete fatores com autovalor superior a 1, que correspondem a uma explicação de 58,81% do banco de dados.

Quadro 18 – Percentual da variância explicada por cada variável

Componente	Autovalores iniciais			Percentual de variância explicada			Percentual da variância explicada (rotação)		
	Total	% of Variância	Acumulado %	Total	% of Variância	Acumulado %	Total	% of Variância	Acumulado %
1	4,375	21,873	21,873	4,375	21,873	21,873	2,029	10,144	10,144
2	1,478	7,391	29,264	1,478	7,391	29,264	1,805	9,027	19,171
3	1,356	6,780	36,044	1,356	6,780	36,044	1,681	8,405	27,576
4	1,273	6,363	42,407	1,273	6,363	42,407	1,675	8,377	35,953
5	1,158	5,788	48,195	1,158	5,788	48,195	1,596	7,980	43,933
6	1,099	5,493	53,688	1,099	5,493	53,688	1,499	7,495	51,428
7	1,024	5,121	58,810	1,024	5,121	58,810	1,476	7,382	58,810
8	,943	4,714	63,523						
9	,920	4,598	68,122						
10	,819	4,095	72,217						
11	,741	3,706	75,923						
12	,715	3,577	79,500						
13	,670	3,348	82,848						
14	,648	3,240	86,088						
15	,596	2,981	89,069						
16	,544	2,722	91,791						
17	,521	2,607	94,398						
18	,432	2,162	96,560						
19	,365	1,826	98,386						
20	,323	1,614	100,000						

Fonte: o autor (2017)

Sabendo-se da existência dos sete fatores, realizou-se a rotação da matriz dos componentes fatoriais, para identificar qual variável compunha cada fator. Para tanto utilizou-se o procedimento Varimax do SPSS. O Quadro 19 apresenta o resultado da rotação.

Foram identificados sete fatores. O primeiro fator foi denominado “capacidade empreendedora”. Ele foi denominado dessa forma, pois envolve as questões 7, 11, 13 e 15. Essas questões abordam os aspectos associados a tecnologia e financiamento do negócio, mostrando que esse é uma combinação base para opções de capital de risco dos investidores brasileiros.

O segundo fator foi denominado “metas”. Esse fator é composto pelas questões 5, 8, 12 e 18 e mostra a necessidade do investidor de contar com um plano da empresa no que diz respeito ao negócio. De fato, o investidor espera que haja uma capacidade da organização de fornecer dados e informações de como e para onde será o crescimento, bem como justificar essa forma de crescimento por meio de metas.

Na sequência identificou-se o fator “segurança” como o terceiro. Ele é composto pelas questões 4, 9 e 20. Esse fator revela que investidores não estão dispostos ao risco inerente dos negócios sem uma garantia prévia. Efetivamente a experiência do proponente do negócio, bem a manutenção de outros negócios por parte deste, facilita a viabilização do investimento e é uma necessidade por parte do investidor.

Quadro 19 – Composição dos fatores

	Fatores						
	1	2	3	4	5	6	7
Proximidade geográfica do investimento	,011	,077	,062	,002	-,042	,131	-,792
Tipo de negócio do empreendimento	,015	-,067	,248	,166	,163	,643	-,072
A fase de investimento do negócio	,040	,292	-,040	,037	-,018	,747	-,021
A empresa tem uma estrutura corporativa para investimento	,276	-,029	,572	,219	-,013	,239	,317
O investidor tem controle do capital votante	,273	,717	-,136	,065	,014	,091	-,233
Proporção da sua participação no empreendimento	,065	,146	-,006	,674	,145	,047	,378
Proporção de seus ativos no empreendimento	,742	,056	,084	,071	,288	-,216	-,077
Sucesso anterior do empreendedor	-,038	,365	,174	,344	,322	-,077	-,003
Experiência empresarial do empreendedor	-,010	-,068	,562	,366	,086	-,002	-,165
Experiência empresarial do time de gerenciamento	,174	,201	-,065	,147	,725	,092	-,078
Capacidade do empreendedor de fornecer um plano de negócios	,488	-,222	,033	,082	,362	,445	,130
Capacidade do empreendedor de fornecer relatórios financeiros, previsões, livros e conjuntos de contas, informações, memorando, perfil da empresa	-,102	,556	,366	,065	,172	,118	,323
Uma estratégia de saída	,479	,279	,081	,069	,016	,238	,484
A taxa de retorno e o potencial do empreendimento	,189	-,068	,096	,677	,080	,211	-,159
O empreendimento é de alta tecnologia	,659	,212	,117	,117	-,074	,169	,027
Há concessões ou benefícios tributários	,062	-,041	,454	-,146	,559	,057	,137
A empresa tem um produto ou idéia superior e mercados prontos	,447	,172	,132	,471	-,091	,035	,020
O investimento está relacionado a metas a serem alcançadas pelo empreendimento	,315	,568	,173	,019	,246	,069	,130
As indicações do investimento são através de uma rede confiável	-,117	,277	,082	,358	,521	,163	,290
O investimento está ativo	,165	,272	,696	-,051	,029	,062	-,076

Fonte: o autor (2017)

O quarto fator foi chamado de “valor percebido” e é composta pelas questões 6, 14 e 17. De fato, o investidor espera ver o seu dinheiro associado a uma ideia com potencial superior ao que existe no mercado. Efetivamente o que o investidor busca é uma inovação de alto valor percebido quando comparada as atuais opções de mercado.

O fator de número cinco foi chamado de “credibilidade” e está composto pelas questões 10, 16 e 19. Na prática esse fator é responsável pela indicação dos subsídios técnicos e legais para o negócio em análise. O investidor não espera encontrar um corpo técnico despreparado ou mesmo descrente de suporte fiscal dado o tipo de negócio, espera-se que efetivamente o novo negócio apresente consistência nas duas esferas mencionadas.

O penúltimo fator é “maturidade” sendo composto pelas questões 2 e 3. Esse fator associa o ramo de atuação da empresa com o grau de desenvolvimento dessa empresa. Na prática o investidor quer ter a certeza que o negócio vai prosperar e não está mais em uma fase embrionária, mas já está consolidado e precisa de aporte para crescer.

O último fator é “localização”, sendo composto por apenas uma variável a questão 1. Efetivamente não se pode classificar um fator com uma variável, todavia os aspectos geográficos estão destoantes de todos os demais fatores e a pesquisa constatou efetivamente isso. Na prática, a localização geográfica acaba sendo um fator importante para o decisor, visto que está diretamente associada a aspectos logísticos e de público alvo.

Uma análise da média de cada fator vem apresentada no Quadro 20. O Quadro 20 mostra a valor médio do fator, calculado pela média das médias de cada questão que os compõe. Efetivamente essa análise mostra que existe uma distribuição igualitária do peso de cada fator.

Quadro 20 – Valor médio dos fatores

	<b>Fator</b>	<b>Média</b>	<b>Questões</b>
4	Valor percebido	4,0673	6, 14, 17
1	Capacidade empreendedora	4,0442	7, 11, 13, 15
6	Maturidade	4,0000	2, 3
5	Credibilidade	3,9506	10, 16, 19
7	Localização	3,9401	1
2	Metas	3,8991	5, 8, 12, 18
3	Segurança	3,7907	4, 9, 20

Fonte: o autor (2017)

A última análise realizada foi para verificar a existência de correlação entre os fatores elaborados. Essa análise é importante para verificação da independência entre os fatores gerados e foi elaborada novamente com o auxílio do SPSS, através de análise de correlação bivariada. Na prática verificou-se a independência entre os fatores gerados.

## 4.2 ANÁLISE E DISCUSSÃO DO CASO

Nessa seção são apresentadas as relações teóricas e os constructos existentes com as derivações observadas em termos práticos dessa pesquisa. Efetivamente pretende-se mostrar que os fatores encontrados nessa pesquisa, de alguma forma encontram-se na literatura, mas chamados de uma outra forma.

### 4.2.1 Integração investidor / investimento

O construto Integração Investidor/Investimento está baseado na localização, no tipo de negócio e na participação do investidor no mesmo. Esse construto apresentou uma média superior no quesito fase de investimento do negócio, e na estrutura da empresa para

investimento. Ainda, a proporção de ativos do investidor no empreendimento ficou na média superior entre os quesitos. Indicando, por fim o controle de capital pelo investidor como o ponto com menor média entre os componentes aqui analisados.

Nesse aspecto, evidencia-se uma preocupação dos investidores em buscar investimentos em uma fase específica, e bem estruturados no que diz respeito a captação de recursos, bem como uma diversificação de investimento, através de um controle do volume de capital investido em apenas um negócio. Essa estruturação corporativa de negócio se relaciona diretamente a diversificação do corpo de investidores, o que permite que cada um desses detenha uma parcela menor no negócio, mas igualmente, que cada um destes não tenha uma representação tão grande em seus portfólios individuais de capital. O controle do capital votante sendo indicado como o item de menor importância dentre os pesquisados neste item, novamente apoia a ideia de uma diversificação de capital e do corpo de investidores.

#### **4.2.2 Empreendedor / Gestão**

O Empreendedor/Gestão busca identificar a importância da capacidade de gestão que está relacionada ao projeto, bem como fatores individuais relacionados ao empreendedor e a sua equipe. O item que se destacou acima da média neste quesito foi a capacidade do empreendedor de oferecer um plano de negócios. O que indica a busca dos investidores por um projeto organizado, pensado e planejado. Ainda, o critério nomeado experiência empresarial do empreendedor obteve, além da segunda média mais elevada dentro deste construto, um desvio padrão acima de 1 ponto, indicando uma variação mais acentuada na importância dada a esse item, com alguns investidores o colocando no topo da tabela, enquanto outros não o valorizam.

#### **4.2.3 Entrada do investidor**

O investidor indica se preocupar com a mitigação do risco através da preferência por investimentos já conhecidos em sua rede. Uma rede ampla torna-se, nesse caso, fundamental para o empreendedor que busca obter financiamento via mercado de capital de risco para o seu projeto. Na sequência, a taxa de retorno e o potencial do negócio se apresenta como o fator a ter maior peso na decisão. O mercado de capital de risco, para equilibrar a eterna equação risco/retorno, o que a administração busca maximizar, tende a oferecer taxas de retorno, em caso de sucesso, muito superiores as identificadas em outros investimentos.

Um investidor anjo do facebook, segundo dados da CNN (2012), investiu, no ano de 2004, 500 mil dólares e vendeu sua participação em 2012 pelo valor de mais de 1 bilhão de dólares, ou cerca de 200.000% de valorização em 8 anos. Apesar do caso anterior ser extremamente específico, e não se ter obtido dados estatísticos confiáveis no que diz respeito a taxa média de retorno do mercado de capital de risco, claramente é essa possibilidade de altos retorno que atrai os investidores.

Novamente no topo da importância, para os respondentes, encontra-se um produto ou ideia superior ao mercado. Tal ponto indica uma óbvia vantagem competitiva, o que leva a maiores retornos para o capital investido, bem como apresenta segurança ao empreendimento por ele apresentar-se, ao menos em algum aspecto, superior aos concorrentes.

No aspecto inferior da importância atribuída pelos respondentes aos quesitos, encontra-se o fato do investimento estar ativo. Muitos investidores, pelas posições apresentadas quando a coleta dos dados, indicaram uma percepção de potencial de retorno maior quando participam de um projeto desde seu início. Tal motivo, ao que se indica, leva os investidores a não priorizar tanto os negócios já em fase comercial.

#### **4.2.4 Distinção entre investidores**

Como a maioria dos respondentes foi do sexo masculino, serão destacadas as variações apresentadas pelas respondentes identificadas como sexo feminino, pois apenas nesse grupo ocorreu variação na média das respostas acima de 2 décimos de ponto, para mais ou para menos. No que diz respeito ao sexo dos investidores vemos uma variação significativa no que diz respeito ao quesito empreendimento de alta tecnologia, com uma maior prioridade feminina a esse quesito (4,3016 de resposta média). Ainda, as investidoras mulheres indicaram uma pontuação ao menos 2 décimos maior nos itens " A empresa tem uma estrutura corporativa para investimento", " Proporção da sua participação no empreendimento."; " Proporção de seus ativos no empreendimento" e "na experiência empresarial do empreendedor". Em nenhum caso as respondentes de sexo feminino apresentaram itens com pontuação abaixo de 2 décimos de ponto abaixo da média geral. Tais resultados parecem indicar uma preocupação maior das respondentes femininas na hora de definir seus investimentos, particularmente no que diz respeito a experiência do empreendedor, e no nível tecnológico do empreendimento, os dois itens com maior média entre as respondentes mulheres.

No que diz respeito a distribuição dos investidores por faixa etária, os investidores de menos que 25 anos, apresentaram como fatores mais relevantes para suas decisões de investimento, a proporção de seus ativos no negócio, a estratégia de saída do negócio, a capacidade de planejamento do empreendedor e a alta tecnologia no negócio, indicando uma preocupação com pulverização de seus negócios, com inovação tecnológica, com liquidez e com a organização e planejamento do negócio. Como itens menos valorizados encontramos o investimento estar ativo, e a experiência empresarial do empreendedor, possivelmente refletindo uma menor experiência média, ao menos em tempo, do investidor em si.

No grupo de investidores com 25 a 44 anos encontramos os fatores mais pontuados correspondendo, de modo geral, ao apresentado no grupo todo. Com o mesmo se refletindo nos itens com menores médias. Na casa dos 45 a 54 anos temos um destaque para a estratégia de saída e para o sucesso anterior do empreendedor, indicando uma busca por segurança e liquidez no investimento, bem como uma valorização das experiências anteriores do empreendedor, novamente, potencialmente refletindo essas mesmas experiências acumuladas pelo investidor. Como contrapartida no quesito médias inferiores, o grupo apresentou uma média mais baixa entre todas as faixas etárias no quesito taxa de retorno e potencial do negócio. Novamente indicando uma preferência para liquidez, e segurança quando balanceando o risco/retorno.

Na casa dos 55 anos a 64 encontram-se algumas médias bastante superiores ao grupo geral, em particular a busca por uma taxa de retorno e potencial do negócio (que obteve 5 pontos de média em 5 possíveis), bem como um destaque para a localização geográfica do negócio (com 4,75 pontos), e a indicação através de uma rede confiável (4,75). No oposto, com médias menores que as do grupo geral, Proporção de seus ativos no empreendimento, Sucesso anterior do empreendedor e Capacidade do empreendedor de fornecer um plano de negócios, obtendo cada um destes itens a pontuação de 3,5 em média.

Por fim, na idade de 65 anos a 74, obtiveram média máxima os itens a concessão de benefícios tributários e a indicação através de uma rede confiável. No oposto, temos o controle acionário, com obtenção de apenas 3 pontos de média entre estes respondentes.

Os investidores com menor escolaridade indicam valorizar rede confiável para indicação do investimento, com uma clara tendência de queda na pontuação média deste item conforme aumenta a escolaridade do respondente. Igual tendência se evidencia nos itens "estratégia de saída", "o empreendimento é de alta tecnologia". "proporção de sua participação no negócio", "estrutura corporativa de investimento" e "sucesso anterior do empreendedor". Os dados indicam que o investidor de maior escolaridade valoriza mais a

capacidade de criação de um plano de negócios, bem como se a empresa possui um produto ou ideia superior e um mercado prontos.

Com base nos dados, pode-se indicar uma maior tendência de autonomia do investidor conforme este possui maior grau de escolaridade. Este investidor devota menos importância a itens já estruturados (como estratégia de saída já existente, à indicação de investimento, e a estrutura para investimento), ao passado do empreendedor, e ao grau tecnológico da empresa. Se preocupando em maior grau com a capacidade do negócio em si (através de um plano de negócios estruturado) e de seus produtos e ideais, claramente buscando uma vantagem competitiva no negócio, sem tanto foco direto no seu investimento.

No que diz respeito a classificação dos investidores entre investidores anjo e capitalistas de risco, a maior e mais destacada distinção é em relação a posição dos investidores com o negócio está ativo ou não. Com os autotransclassificados como capitalistas de risco identificando tal fator como extremamente importante (4.7143) enquanto os investidores anjo tem tal fator como o com menor pontuação entre todos os itens analisados e menor escolaridade indicam valorizar rede confiável para indicação do investimento, com uma clara tendência de queda na pontuação média deste item conforme aumenta a escolaridade do respondente.

No que se refere a frequência com a qual os investidores investem no mercado de capital de risco, vemos uma pontuação bastante alta (5 de um máximo de 5) na busca por empreendedores e times de gerenciamento com experiência empresarial. O que tal dado e as conversas informais com tais investidores indicam, é que eles, por possuírem a qualquer momento um número relativamente elevado de negócios ativos não pode dispor de muito tempo para acompanhar diretamente o dia a dia de cada um deles, o que exige equipes de gestão com maior autonomia e experiência em suas funções.

Os investidores que indicaram uma tendência de investimento por menor prazo tiveram maiores valorizações nas suas pontuações nos itens estratégia de saída, fase de investimento, proporção de seus ativos, plano de negócios, com essa pontuação média caindo conforme aumenta o prazo médio de investimento indicado pelo respondente.

Identifica-se uma clara estratégia nesse caso, onde a liquidez, a pulverização e o momento do negócio são mais importantes na medida em que o prazo de permanência no investimento diminui. A necessidade de liquidez é obviamente maior para investimentos com permanência mais curta, pois, nesses casos, poucos meses podem representar margens de erro muito grandes para o planejamento do investidor, algo que não tende a ocorrer em

investimentos planejados para longo prazo, onde, pelas posições colocadas pelos respondentes informalmente, muitas vezes sequer há a intenção de sair do negócio.

### 4.3 IMPLICAÇÕES GERENCIAIS

Os resultados acima analisados levam a indicação da existência de um modelo a ser aplicado para a atração de capital de risco por um determinado negócio ou empreendimento. O negócio deve começar com a produção de planos de negócio consistentes e sólidos, preferencialmente baseados em um produto ou ideia superior ao que o mercado oferece no momento, o que deve ter uma taxa de retorno clara e uma previsão de escalabilidade do negócio.

Tal plano deve abranger uma estrutura corporativa para receber os investimentos, bem como deve basear-se em aportes não muito elevados por cada investidor, uma vez que os mesmos parecem preferir pulverizar seus investimentos ao invés de concentrá-los em uma grande participação acionária.

O acesso a esses investidores deve ser através de suas redes, sendo tal fator considerado, em média, como o mais importante para a decisão de investimento. A captação de recursos pode ocorrer ainda na fase embrionária, pois os investidores, especificamente os investidores anjo, indicam não dar tanto ênfase ao fato do negócio se encontrar ativo. Devendo, ainda, prever fases de investimento variadas, principalmente pelos diferentes perfis encontrados, em particular no que diz respeito ao prazo de permanência dos investidores no negócio, bem como a sua classificação como anjos ou capitalistas de risco. Inclusive, com fases de captação posteriores podendo ser oferecidas como estratégia de saída para os investidores iniciais.

É importante que o plano de negócios preveja uma estratégia de saída para os investidores, pois para alguns isso parece ser fundamental. O uso de alta tecnologia, bem como a vinculação de metas claras, reais e factíveis no negócio, são bem vistos e favorecem o empreendimento. A experiência, seja do empreendedor, ou de seu time, na gestão de empresas também é algo que, se presente, deve ser destacado no plano de negócios.

## 5 CONCLUSÃO

O objetivo geral desse estudo foi identificar os fatores de estímulo ao capital de risco, o que foi cumprido em sua totalidade. Os principais fatores que um negócio deve priorizar para ser atrativo aos investidores de risco, segundo os indicadores dessa pesquisa são a indicação por meio de uma rede confiável, a taxa de retorno, potencial do negócio e a existência de produto ou ideia superior.

Levando-se em consideração as maiores taxas de respostas obtidas no questionário aplicado, o investidor de capital de risco no mercado brasileiro apresentou-se como de sexo masculino, com idade entre os 25 e os 34 anos, possui pós-graduação, com um montante total investido de menos de 250 mil dólares, realiza os investimentos de forma particular, investiu de uma a duas vezes nos últimos cinco anos no mercado de capital de risco, deixa seu capital investido por um período de 1 a 3 anos, se classifica como um investidor anjo, e não utiliza recursos de terceiros em seus investimentos.

Os fatores foram classificados, segundo sua média geral, do maior para o menor da seguinte forma:

- a) as indicações do investimento são através de uma rede confiável;
- b) a taxa de retorno e o potencial do empreendimento;
- c) a empresa tem um produto ou ideia superior e mercados prontos;
- d) capacidade do empreendedor de fornecer um plano de negócios;
- e) uma estratégia de saída;
- f) a fase de investimento do negócio;
- g) a empresa tem uma estrutura corporativa para investimento;
- h) proporção de seus ativos no empreendimento;
- i) o empreendimento é de alta tecnologia;
- j) o investimento está relacionado a metas a serem alcançadas pelo empreendimento;
- k) experiência empresarial do empreendedor;
- l) experiência empresarial do time de gerenciamento;
- m) proporção da sua participação no empreendimento;
- n) sucesso anterior do empreendedor;
- o) proximidade geográfica do investimento;
- p) tipo de negócio do empreendimento;

- q) capacidade do empreendedor de fornecer relatórios financeiros, previsões, livros e conjuntos de contas, informações, memorando, perfil da empresa;
- r) o investidor tem controle do capital votante;
- s) há concessões ou benefícios tributários;
- t) o investimento está ativo.

No que diz respeito as distinções entre perfis específicos de investidores, as respondentes do sexo feminino vemos um destaque ao quesito empreendimento de alta tecnologia, com média nesse quesito acima dos respondentes masculinos. De mesmo modo, os quesitos " A empresa tem uma estrutura corporativa para investimento", " Proporção da sua participação no empreendimento."; "Proporção de seus ativos no empreendimento" e "na experiência empresarial do empreendedor" receberam médias maiores das respondentes femininas. Não ocorreu das respondentes de sexo feminino apresentarem itens com pontuação abaixo de 2 décimos de ponto abaixo da média geral. Com isso, os resultados parecem indicar uma exigência maior das respondentes femininas na hora de definir seus investimentos, particularmente no que diz respeito a experiência do empreendedor, e no nível tecnológico do empreendimento.

No que diz respeito a distribuição dos investidores por faixa etária, destaca-se uma clara tendência de menor valorização da experiência do empreendedor pelos respondentes mais jovens, enquanto os respondentes de maior faixa etária parecem valoriza mais as indicações através de uma rede confiável, e o quesito risco no binômio risco/retorno.

A escolaridade dos investidores também reflete tendências específicas, com os de menor escolaridade valorizando uma rede confiável para indicação do investimento, com uma clara tendência de queda na pontuação média deste item conforme aumenta a escolaridade do respondente. Repete-se essa mesma tendência nos itens "estratégia de saída", "o empreendimento é de alta tecnologia", "proporção de sua participação no negócio", "estrutura corporativa de investimento" e "sucesso anterior do empreendedor". Ainda, pelas médias das respostas obtidas, o investidor de maior escolaridade valoriza mais a capacidade de criação de um plano de negócios, bem como se a empresa possui um produto ou ideia superior e um mercado prontos.

Assim, com base no obtido pela pesquisa, pode-se indicar uma maior tendência de autonomia do investidor conforme este possui maior grau de escolaridade. Este investidor devota menos importância a itens já estruturados (como estratégia de saída já existente, à indicação de investimento, e a estrutura para investimento), ao passado do empreendedor, e ao grau tecnológico da empresa. Se preocupando em maior grau com a capacidade do negócio

em si (através de um plano de negócios estruturado) e de seus produtos e ideias, claramente buscando uma vantagem competitiva no negócio, sem tanto foco direto no seu investimento.

No quesito classificação dos investidores entre investidores anjo e capitalistas de risco, os autotransclassificados como capitalistas de risco identificam o item "o negócio está ativo", fator como extremamente importante (4.7143) enquanto os investidores anjo tem tal fator como o com menor pontuação entre todos os itens analisados. De fato, indicando uma tendência oposta para a atração desses perfis distintos.

No item frequência com a qual os investidores investem no mercado de capital de risco, encontra-se nos respondentes que afirmaram ter investido várias vezes nos últimos anos no mercado de capital de risco, a taxa média de 5 em 5 pontos possíveis, indicando-se uma valorização da capacidade de gestão independente do negócio pela sua equipe interna.

No quesito prazo de investimento, as médias indicaram que uma tendência de investimento por menor prazo reflete em maiores médias nos itens estratégia de saída, fase de investimento, proporção de seus ativos, plano de negócios, com essa pontuação média caindo conforme aumenta o prazo médio de investimento indicado pelo respondente. A clara estratégia identificada, nesse caso, valoriza a liquidez, a pulverização e o momento do negócio, em maior grau a medida em que a previsão de permanência no negócio diminui.

As pesquisas futuras envolvendo o conteúdo nesse trabalho apresentado podem buscar a validação das implicações gerenciais sugeridas no Item 4.4, através de entrevistas individuais em profundidade com agentes chave no cenário do capital de risco no Brasil. Ainda, este mesmo questionário pode ser adaptado para a coleta de dados junto aos empreendedores no mercado de capital de risco no Brasil, permitindo uma maior amplitude da visão aqui obtida. O questionário não abordou fatores como a renda dos investidores, nem mesmo buscou saber quais taxas de retorno os negócios oferecem e quais taxas de retorno os investidores buscam.

A rede de confiança, como fator importante aqui identificado, também pode ser objeto de pesquisa específica, buscando analisar seu estabelecimento e composição. O nível de sobrevivência e sucesso dos negócios que recebem capital de risco, bem como suas taxas de retorno e a eficiência de seus planos de negócios e estratégias de saída também são lacunas que podem ser exploradas em pesquisas futuras.

## REFERÊNCIAS

- BEZERRA, J. C.A.. **Introdução à indústria de privateequity no Brasil**. FGV, São Paulo, 1999.
- BLACK, B.; GILSON, R. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock markets. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v.47, n.3, p.243-277, Mar. 1998.
- BOTTAZZI, L.; DA RIN, M.; HELLMAN, T. What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence. ECGI, 2005.
- \_\_\_\_\_. The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis. **Journal of Private Equity**, v.8, n.1, Winter, 2003.
- CNN <<http://money.cnn.com/2012/08/20/technology/facebook-peter-thiel/index.html>> acesso em agosto de 2017.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.
- CORNELIUS, B. The Institutionalisation of Venture Capital. **Technovation**, v.25, p.599-608, 2005.
- CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A **Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets**. University of Alberta, 2002.
- CUMMING, D.; SCHMIDT, D.; WALZ, U. **Legality and Venture Governance Around the World**. 2004.
- FONSECA, R. C. V. da. **Metodologia de trabalho científico**. 1. ed. Curitiba: IESDE Brasil S.A, 2002.
- GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GOMPERS, P.; LERNER, J. **The Venture Capital Cycle**. Cambridge: The MIT Press, 2002.
- GOMPERS, P.; LERNER, J.; BLAIR, M.; HELLMANN, T. What Drives Venture Capital Fundraising? Brookings Paper on Economic Activity. **Microeconomics**, v.1998, p.149-204, 1998.
- GORMAN, M.; SAHLMAN, W. What Do Venture Capitalists Do? **Journal of Business Venturing**, v.4, n.4, p.231-248, Jul. 1989.
- JENG, L.; WELLS, P. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. **Journal of Corporate Finance**, v.6, n.3, p.241-289, September 2000.
- KAPLAN, S.; MARTEL, F.; STRÖMBERG, P. (em andamento). How do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts? **National Bureau of Economic Research**, 2003.

KAPLAN, S.; STRÖMBERG, P. Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence From Venture Capital Contracts. **Review of Economic Studies**, v.70, n.2, p.281-316, 2003.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, n.1-2, p.3-27, 2000.

\_\_\_\_\_. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v.106, n.6, p.1113-1155, 1998.

\_\_\_\_\_. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, v.52, n.3, Jul. 1997.

LERNER, J.; GOMPERS, P. A Note on Private Equity Partnership Agreements. **Harvard Business School**, 2001.

LERNER, J.; SCHOAR, A. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. **Quarterly Journal of Economics**, v.120, n.1, Feb. 2005.

MALHOTRA, N. K. **Introdução à pesquisa de marketing**. 1. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2011.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing**: edição compacta. São Paulo: Atlas, 1996.

MCDONALD, K. I. **An Analysis of Investment Decision Factors by Australian Business Angels and Venture Capital Investors**. The University of Newcastle, 2011.

MEGGINSON, W. Toward a Global Model of Venture Capital? **Journal of Applied Corporate Finance**, v.16, n.1, p.8-26, Winter 2004.

NEVES, M. S.; NEVES, C.A. A indústria de capital de risco no Brasil. Simpósio de engenharia de produção. **Anais...**, Bauru, UNESP, 2003.

POTERBA, J. **Venture Capital and Capital Gain Taxation**. Cambridge, NBER, 1989.

RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. São Paulo, 2005

ROMAIN, A.; VAN POTTELSBERGHE, B. The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: **Studies of the Economic Research Centre**, n.19, 2004.

SAHLMAN, W. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. **Journal of Financial Economics**, v.27, n.2, p.473-521, Oct. 1990.

SANTOS, G. Redução no prazo de abertura de empresas. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, p. A15, 17/01/2006.

SCHERTLER, A. Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: a Dynamic Panel Data Analysis. United Nations University, European Integration, **Financial Systems and Corporate Performance** (EIFC), Working Paper n° 03-27, 2003.