

## A TOMADA DE DECISÃO NO INVESTIMENTO EM EMPRESAS DE BASE TECNOLÓGICA

FRANCISCO BERTANI  
PUC/RS, Brasil, fcbertani@gmail.com

GUSTAVO DALMARCO  
PUC/RS, Programa de Pós Graduação em Administração, Brasil, gustavo.dalmarco@puers.br

### RESUMO

Para as Empresas de Base Tecnológica (EBTs), a indústria de Venture Capital tem se mostrado como um relevante intermediário financeiro, disponibilizando capital a empresas que de outra maneira teriam dificuldade em obter recursos. A escolha, de qual empresa investir, é um processo complexo com relevante repercussão financeira. Por isso, esta é uma seleção estratégica, envolvendo um processo estruturado de tomada de decisão. Dado este contexto, foi desenvolvida uma pesquisa baseada no método de estudo de casos múltiplos, em que três casos foram analisados através de nove entrevistas semiestruturadas. Os resultados indicam que existe um processo estruturado de tomada de decisão por parte das empresas de Venture Capital com cinco principais etapas: origem do negócio, busca de informações, análise, negociação e monitoramento.

Palavras-Chave: Venture Capital; Capital de Risco; Empresas de base tecnológica; tomada de decisão de investimento; start-up.

### 1. INTRODUÇÃO

Os principais agentes de mudanças tecnológicas e criação de empregos são as novas empresas de setores de alta tecnologia, pois estimulam o desenvolvimento socioeconômico através de produtos e processos inovadores. Ao desafiarem os paradigmas tecnológicos existentes, as Empresas de Base Tecnológica (EBTs) estabelecem novos padrões de concorrência de mercado, disciplinando o comportamento dos atores existentes. Devido à incerteza e assimetria informacional de suas atividades, as EBTs encontram na indisponibilidade de recursos financeiros um limitador para seu desenvolvimento (Chorev; Anderson, 2006; Vanacker et al., 2014). Para as EBTs, a indústria de Venture Capital tem se mostrado como um relevante intermediário financeiro, disponibilizando capital a empresas que de outra maneira teriam dificuldade em obter recursos. O investimento realizado pelas empresas de Venture Capital é arriscado, pois apresenta baixa liquidez e é altamente dependente de um pequeno grupo de empreendedores/gestores. A escolha, de qual empresa investir, é um processo complexo com relevante repercussão financeira. Por isso, esta é uma seleção estratégica, envolvendo um processo estruturado de tomada de decisão. Existem trabalhos que estudaram aspectos do processo de avaliação por parte dos Venture Capitalist (Braga, 2007;

Marques, 2011), estudos que buscam caracterizar as peculiaridades deste segmento no país (Ribeiro, 2005; Ribeiro, 2010) além de trabalhos que caracterizam o processo decisório de Venture Capitalist estrangeiros, baseados em pesquisas empíricas. No entanto, não foram encontrados estudos que aborde os aspectos e critérios relativos ao processo de tomada de decisão por parte das empresas de Venture Capital no Brasil e estudos que caracterizem o processo decisório com base na Tomada de Decisão Estratégica. Dado este contexto, o presente trabalho tem como objetivo caracterizar o processo de tomada de decisão, por parte das empresas de Venture Capital, no investimento em empresas de base tecnológica.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Empresas de Base Tecnológica (EBTs)

Colombo e Delmastro (2002) ressaltam a importância das EBTs, conforme os autores, é senso comum entre decisores políticos (do inglês, policy makers), que um setor dinâmico de empresas de base tecnológica é um fator chave para assegurar a inovação e criação de novos empregos no sistema econômico. Granstrand (1998) considera a evolução da ciência e da tecnologia como fator responsável por gerar novas oportunidades de negócios e novas necessidades na sociedade. Conforme o autor, estas novas oportunidades de negócios são exploradas pelas EBTs, que são empresas baseadas no desenvolvimento tecnológico, que identificam novos mercados e desenvolvem produtos para criar e suprir novas necessidades. Revest e Sapió (2010) definem EBT como um negócio de pequeno porte, no qual os produtos ou serviços são altamente dependentes de aplicação de conhecimento científico ou tecnológico. Para Meirelles, Pimenta Jr e Rebelatto (2008) as EBTs são organizações que utilizam, de forma sistêmica, conhecimentos científicos e tecnológicos, e técnicas avançadas ou pioneiras, no desenvolvimento de novos produtos ou processos.

Os objetivos das EBTs são voltados à inovação tecnológica, para que elas possam gerar produtos e serviços diferenciados, que possibilitem elevada valorização do capital nelas investido. Choev e Anderson (2006) apontam outras características peculiares as EBTs: investimento em P&D maior que à média, maior percentual de engenheiros e cientistas empregados, os seus produtos são inovadores e tecnologicamente avançados, são dinâmicas por natureza, e, os ciclos de desenvolvimento de produtos são mais curtos.

Colombo e Delmastro (2002) colocam que também é amplamente aceito que as EBTs enfrentam desafios maiores que outras empresas. Para Yli-tenko, Autio e Sapienza (2001) o desenvolvimento e o crescimento das EBTs são particularmente dependentes de inovação, combinando o conhecimento específico da própria empresa, com o de parceiros externos, pois EBTs são limitadas financeiramente e dependem da constante renovação do conhecimento para crescer e sobreviver.

Onetti et al. (2010) relacionam o desafio de crescer das EBTs à característica de seus produtos e/ou processos serem intensos em inovação e, por estarem em um ambiente no qual o processo de internacionalização ocorre de forma rápida e em empresas ainda jovens.

Neste contexto, os autores ressaltam diversos desafios que as EBTs devem lidar. Eles consideram as EBTs como jovens empresas que desenvolvem uma nova plataforma

tecnológica, e simultaneamente, estão envolvidas em diversas atividades. Elas buscam estabilidade e crescimento, ao mesmo tempo em que buscam comercializar uma nova tecnologia para potenciais novos mercados, e desenvolver capacidades internacionais que possibilitem competir, com quem for, em uma indústria global.

## 2.2 Financiamento De Empresas De Base Tecnológica

A função primária de um sistema de financiamento para EBTs é de fornecer recursos financeiros que possibilitem estas empresas trazerem seus negócios a mercado, na expectativa de conseguir gerar retornos sobre os investimentos realizados (WHITE; GAO; ZHANG, 2005). O mercado e os intermediários financeiros determinam a taxa e direção das mudanças tecnológicas ao escolher de que forma alocar os recursos entre as empresas (REVEST; SAPIO, 2010). Conforme Schumpeter (1997), bancos e mercados financeiros exercem um papel essencial, como “ponte” ou “facilitador” dos esforços inovativos feitos pelos empreendedores. Revest e Sapio (2010) salientam que a efetividade dos intermediários financeiros em desempenhar esta função, encontra um limite na opacidade informacional de novas empresas envolvidas com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e alta tecnologia, caracterizadas pela dificuldade de prever os retornos e pela necessidade de contínuo monitoramento.

Apesar desta importância de capital às EBT, há falhas de mercado que as impossibilitam de ter justo acesso a recursos-chaves, especialmente financeiros. É argumentado que os bancos, geralmente, não possuem a expertise técnica necessária para avaliar a qualidade de um novo negócio em um setor de alta tecnologia. Além disso, as novas empresas não possuem histórico disponível, no qual os bancos possam basear suas decisões de empréstimos, o que pode levá-los a achar estes projetos como sendo muito arriscado (COLOMBO; DELMASTRO, 2002). Em visão similar, Chorem e Anderson (2006) apontam outras dificuldades que estas empresas têm em obter credibilidade, devido ao fato de que, muitas vezes, a tecnologia da empresa ainda está em desenvolvimento, sua aplicabilidade nem sempre é clara e seu mercado de atuação pode não estar consolidado ainda.

Christensen (1992) associa a dificuldade em obter recursos à incerteza inerente às atividades das EBTs. Duas principais dimensões merecem destaque: a incerteza de mercado e a incerteza técnica. A primeira está associada ao sucesso ou insucesso de uma inovação (processo de seleção pelo mercado), enquanto que a segunda, é relacionada ao risco técnico de desenvolvimento de novos processos ou produtos. A implementação de inovações tecnológicas decorre de diferentes atividades inovativas, como por exemplo, Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), aquisição de máquinas e equipamentos visando a produção ou melhoria de novos produtos e/ou processos, e cada atividade inovativa, apresenta um nível diferente de incerteza (MEIRELLES; PIMENTA JR; REBELATTO, 2008).

Gompers e Lerner (2001) apontam que, tendo em vista as características de alto nível de incerteza, os poucos ativos tangíveis, a assimetria informacional e os mercados em rápida transformação, o ambiente das EBTs é propício ao investimento do tipo de Venture Capital.

## 2.3 Venture Capital

Venture Capital pode ser definido como uma quantidade de capital que é investida em participações em empresas privadas nos seus mais variados estágios de desenvolvimento. Os investidores se envolvem ativamente na gestão dos empreendimentos financiados, tipicamente fazendo parte do conselho da empresa (SAHLMAN, 1990). Este tipo de investimento é especializado em empresas com alto potencial de crescimento, alto risco e que por suas características de indisponibilidade de fornecer garantias reais ou pagamentos mensais de juros, obtêm financiamento na forma de sociedade (BLACK; GILSON, 1998).

Venture Capital tem desempenhado papel relevante nos mercados financeiros como intermediário, provendo capital a empresas com dificuldade de conseguir financiamento (GOMPERS; LERNER, 2001). Hellmann e Puri (2000) vão além e colocam que é amplamente reconhecido que Venture Capital contribui para a força competitiva nacional ao promover o desenvolvimento de empresas inovadoras.

Os principais participantes da atividade de Venture Capital são: os investidores, as organizações gestoras, os veículos de investimentos e as empresas investidas (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006; MEIRELLES; PIMENTA JR; REBELATTO, 2008). A atividade de Venture Capital se inicia com a captação de recursos pela organização gestora, uma empresa que possui capital (limitado) e busca investimentos de alto risco/retorno. Esta empresa capta dinheiro com investidores para utilizar em seus veículos de investimentos, muitas vezes um fundo de investimento específico, também conhecido como Fundo de Private Equity. Após, as organizações gestoras buscam no mercado empresas com perfil e necessidade para receber investimento. As empresas selecionadas recebem o financiamento, por parte dos veículos de investimento, e suporte técnico das organizações gestoras. A última etapa consiste no desinvestimento, por parte das organizações gestoras, e retorno do capital aos investidores (GANZI; SEYMOUR; BUFFET, 1998; GOMPERS; LERNER, 2001).

## **2.4 Tomada De Decisão**

Tomada de decisão pode ser definida como o processo de identificação de um problema ou de uma oportunidade e a seleção de uma alternativa para resolução. Por problema, entende-se uma situação em estado diferente do desejado e oportunidade é quando as circunstâncias oferecem a chance de ultrapassar ou alterar os objetivos e metas de indivíduos ou organizações (LACHTERMARCHER, 2009). Embora esta definição pareça simples e direta, tomada de decisão rapidamente se torna algo difícil e complexo de se entender em contextos aplicados. Tomada de decisão individual e organizacional é um processo iterativo, contínuo e volátil, que raramente chega a um resultado definitivo com base em uma única decisão (CHERMACK, 2003).

### **2.4.1 Processo decisório organizacional**

No contexto organizacional tomada de decisão está no centro de temas relacionados a processos estratégicos. É de suma importância, pois envolve as decisões fundamentais que direcionam o rumo de uma empresa (EISENHARDT; ZBARACKI, 1992). O trabalho dos gestores inclui tomar decisões (ou participar nelas), comunica-las a outros e monitorar o seu andamento. Para tomar decisões apropriadas, os gestores devem ter grande conhecimento do

setor industrial, e social, no qual estão inseridos, e também devem conhecer profundamente o próprio processo de tomada de decisão (SIMON, 1987).

É reconhecido que a tomada de decisão não pode ser entendida simplesmente analisando a decisão final. O processo perceptivo que, no fim leva a escolha de uma alternativa, também deve ser estudado para se obter um entendimento adequado da tomada de decisão (SVENSON, 1979).

O processo de tomada de decisão compreende três grandes fases: encontrar ocasiões para tomar a decisão, encontrar possíveis caminhos para a ação e escolher um dos caminhos (HARRISON, 1996). Simon (1965) define o processo decisório como o meio pelo qual se escolhem as alternativas adequadas para atingir os fins desejados. Schwenk (1995) aborda o processo de tomada de decisão estratégica, que conforme o autor é uma tarefa difícil devido ao fato destes processos muitas vezes serem desestruturados, sem programação ou serem confusos.

Hickson (1987) coloca que a linearidade do processo decisório organizacional é altamente variável. A forma do processo depende do quão complexa e política a decisão é. Assuntos simples, no qual não há a necessidade de grande debate, fluem facilmente e muitas vezes estreitam o processo de tomada de decisão. Por outro lado, assuntos complexos e controversos possuem um processo mais complexo, com atrasos e retrabalhos. Em visão similar, Schwenk (1995) destaca duas principais características que diferenciam as decisões estratégicas: o nível de racionalidade e o nível de conflito e política no processo.

Em se tratando do primeiro item, as tipologias estudadas no processo estratégico lidam com o assunto da racionalidade na decisão, ou até que ponto os tomadores de decisão seguem um processo sistemática na busca da consecução de seus objetivos. Quando o processo não é sistemático e os objetivos se modificam, evoluem com o tempo, então frequentemente esse processo é chamado de incremental. O autor coloca que, na literatura, já não se debate mais se o processo decisório é racional ou incremental, pesquisadores buscam identificar as maneiras que os processos lógico e incremental interagem na tomada de decisão estratégica.

O grau de conflito e manobra política na decisão constituem uma importante característica do processo decisório. Eisenhardt e Bourgeois (1988) diferenciam conflito de política. De acordo com os autores, o comportamento político contempla ações observáveis, frequentemente encobertas, com as quais os executivos aumentam o seu poder de influenciar a decisão. São exemplos deste tipo de ação: formação de coalizões nos bastidores, lobbying, tentativa de cooptação, obtenção de informação privilegiada e controle de agendas. Conforme os autores, comportamento político tende a surgir em organizações com poder centralizado e, sua presença possui relação negativa com o desempenho organizacional.

Nesta linha, os conflitos lidados de forma aberta, não são considerados como comportamento político e são lidados de forma separada. Um aspecto do conflito é a divergência entre os objetivos de uma organização e os meios para se alcançar estes objetivos. De acordo com Schwenk (1995), estudos apresentam conclusões heterogêneas quanto a relação entre diferentes objetivos e meios para alcança-los e, desempenho organizacional. Os autores sugerem que a falta de consistência nos resultados encontrados pode ser devido ao

fato de que discordâncias devem ser expressadas em termos de produtivos na tomada de decisão estratégica para que tenha um efeito positivo no desempenho organizacional. Técnicas como, utilização do papel do “advogado do diabo” para introduzir conflitos no tomada de decisão estratégica são utilizadas para como forma a melhorar o desempenho da tomada de decisão.

Utilizando como base o modelo de tomada de decisão estratégica de Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976) decisão é definida como o comprometimento com determinada ação, enquanto o processo de tomada de decisão é um conjunto de ações e fatores dinâmicos que começam com a identificação de um estímulo para agir e terminam com a escolha de uma ação específica. Desestruturada se refere a processos decisórios que não se repetem de forma semelhante e para o qual não se tenha na organização regras e respostas predeterminadas. O termo estratégico junto ao processo de tomada de decisão faz referência ao grau de importância da decisão. Apesar da aparente característica desestruturada do processo de tomada de decisão, os autores colocam que existe uma estrutura básica subjacente a este “processo desestruturado”.

O modelo de tomada de decisão estratégica proposto por Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976), contempla três fases centrais (identificação, desenvolvimento e seleção), que são definidas em sete rotinas principais. As sete rotinas contempladas nas três fases centrais são detalhadas no Quadro 1.

Quadro 1 - Fases do Processo Decisório Estratégico

Fases centrais	Rotinas	
Identificação	Reconhecimento da decisão	Oportunidades, problemas e crises são reconhecidos e evocam atividade de decidir.
	Diagnóstico	Coleta de informações relevantes para clarificar e definir o problema.
Desenvolvimento	Busca	Busca de soluções existentes prontas para solução do problema.
	Design	Soluções prontas são identificadas e modificadas ou novas soluções são desenvolvidas para solucionar o problema.
Seleção	Exame	Quando muitas soluções prontas são encontradas as alternativas aparentemente mais viáveis são selecionadas para mais profunda avaliação.
	Avaliação-escolha	Escolha da alternativa por meio de processo de análise e julgamento ou processo de barganha entre os tomadores de decisão.
	Autorização	Quando o tomador de decisão não tem autoridade para dar comprometer a organização com a decisão escolhida a mesma tem de ser ratificada por alguém em nível hierárquico mais alto.

Adaptado de Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976)

A fase de Identificação é composta das rotinas de reconhecimento da decisão e de diagnóstico. Esta fase compreende o reconhecimento dos problemas, crises e oportunidades que evocam a uma tomada de decisão, além disso, ocorre a atividade, por parte dos gestores, de buscar compreender os estímulos que evocam e determinar as relações de causa e efeito da situação da decisão.

A fase de Desenvolvimento é composta por duas rotinas, busca e design, e é considerada o ponto principal no processo de tomada de decisão. Esta fase compreende o conjunto de atividades que levam ao desenvolvimento, de uma ou mais soluções, para o problema ou crise.

Por fim, a fase de Seleção se compõe de três rotinas: exame, avaliação-escolha e autorização. Apesar desta ser considerada o último passo no processo decisório, a fase de Desenvolvimento, muitas vezes, envolve o desdobramento de uma decisão em uma série de subdecisões, cada uma com a necessidade de ao menos uma etapa da fase de Seleção. Um processo decisório pode englobar um grande número de etapas de Seleção, muitas delas intrinsecamente ligadas com a fase de Desenvolvimento.

#### **2.4.2 Decisão no contexto de Venture Capital**

A decisão, por parte do VCs, de investir é difícil e com sérios riscos de seleção adversa. Uma vez feito o investimento, ele não possui liquidez imediata, e seu sucesso é altamente dependente de um pequeno grupo de gestores/empreendedores. Além disso, o significativo nível de assimetria informacional possibilita que os gestores da empresa investida possam ter comportamento oportunista após receber financiamento (FRIED; HIRICH, 1994). Os autores propõem um modelo de tomada de decisão de seis etapas, conforme Figura 1.

Os autores apontam que os VCs recebem uma grande quantidade de propostas para avaliação. Devido a isso, as empresas despendem pouco tempo nas três primeiras etapas do processo e a partir da “Avaliação – 1ª etapa” no qual se estabelece um real interesse e é percebido potencial para negócio, a quantidade de tempo despendida é significativa.

### **3 MÉTODO DE PESQUISA**

A classificação de uma pesquisa quanto à abordagem do problema, aos objetivos, tempo de pesquisa e os procedimentos (estratégia), constitui um elemento direcionador da metodologia utilizada (CERVO; BERVIAN, 1996).

Considerando a questão de pesquisa de como se dá o processo de tomada de decisão no investimento em empresas de base tecnológica, este trabalho adota uma abordagem qualitativa. Godoy (1995) coloca que os estudos denominados qualitativos, realizam uma análise empírica do mundo, em seu ambiente natural, e o contado direto do pesquisador com o ambiente e a situação estudada é valorizado. Na pesquisa qualitativa o foco não está somente nos resultados ou produto, existe também a preocupação com o processo. O autor destaca que: O interesse desses investigadores está em verificar como determinado fenômeno se manifesta nas atividades, procedimentos e interações diárias. Não é possível compreender o

comportamento humano sem a compreensão do quadro referencial (estrutura) dentro do qual os indivíduos interpretam seus pensamentos, sentimentos e ações. (GODOY, 1995, p.63).

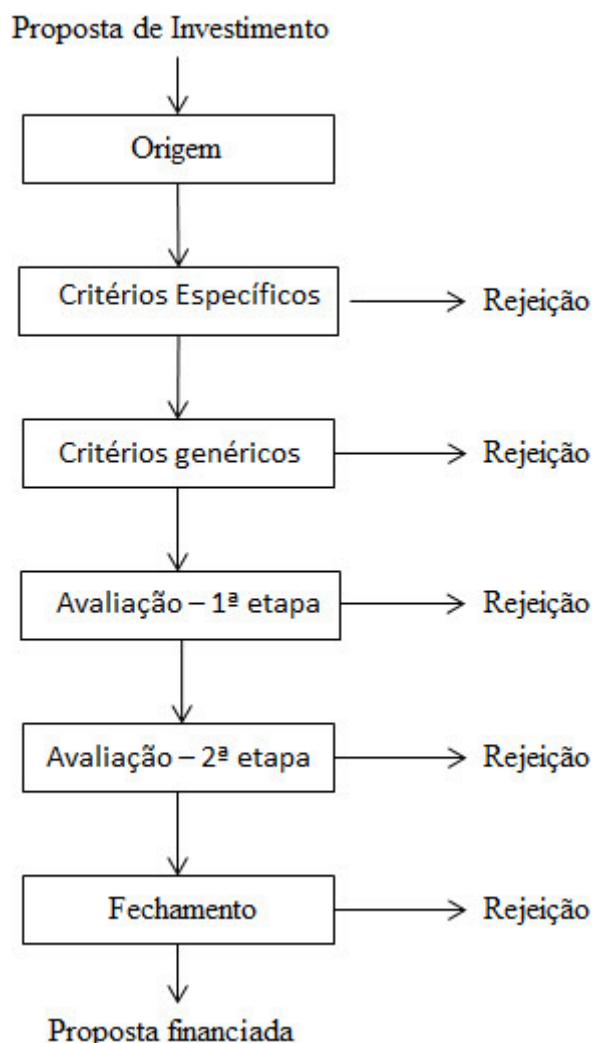


Figura 1 - Processo de tomada de decisão dos VCs

Fonte: Fried e Hisrich (1994)

Em se tratando de objetivo, trata-se de uma pesquisa exploratória, visto que conforme Hair et al. (2007, p.84) planos exploratórios “são orientados para a descoberta. Assim são planos que não têm a intenção de testar hipóteses específicas de pesquisa”. Em relação ao tempo, o corte da pesquisa é transversal, já que os dados obtidos ocorreram a um só tempo.

Em relação aos procedimentos, trata-se de um estudo multicaso. Conforme Yin (2010), a estratégia utilizada em pesquisa depende de fatores, como o foco da pesquisa (contemporâneo ou histórico), qual o tipo de pergunta e qual a extensão do controle do pesquisador sobre os eventos. Nesta pesquisa se propõe a caracterizar a tomada de decisão no investimento em empresas de base tecnológica, sendo este, um evento contemporâneo e que está fora do controle do pesquisador. Dadas estas características, se pode afirmar que uma pesquisa de campo, utilizando estudo multicaso, que buscará definição, compreensão acerca do problema de pesquisa do presente estudo e que permite a comparação dos resultados encontrados dos diferentes participantes, seja a estratégia mais adequada.



### 3.1 COLETA DE DADOS

Yin (2010) coloca seis fontes de evidências principais como base para um estudo de caso, sendo elas: documentos, registros em arquivo, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos. Conforme o autor, duas ou mais fontes de evidências devem ser utilizadas para assegurar a qualidade da pesquisa. Mintzberg et al. (1976) aponta que, em se tratando do processo decisório estratégico, é inviável a utilização de observação direta como fonte de evidência, visto que estes processos normalmente duram longos períodos. Sendo recomendável o uso de múltiplas fontes de evidências (YIN, 2010), optou-se, nesta pesquisa, pela utilização de entrevistas semi-estruturadas, pessoais e individuais, exploradas em profundidade, sendo auxiliadas por outras fontes de evidências, sempre que possível.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Caracterizar o processo de tomada de decisão das empresas de Venture Capital, utilizando como referência a Teoria da Decisão Estratégica, foi o objetivo primário deste estudo. A seguir são apresentadas as características do Processo de Tomada de Decisão dos VCs, com base nas três fases centrais propostas por Mintzberg et al. (1976): Identificação, Desenvolvimento e Seleção.

### 4.1 Identificação

Conforme Mintzberg et al. (1976), a fase de Identificação é composta de duas rotinas. A primeira os autores colocam como sendo a de Reconhecimento, no qual uma oportunidade é identificada, invocando uma decisão. A segunda é a de Diagnóstico, aonde os gestores coletam informações para clarificar e melhor compreender a oportunidade

Em relação à rotina de Reconhecimento, foram encontradas duas principais maneiras com as quais os VCs identificam uma possível oportunidade: por prospecção ativa e por prospecção passiva. Na primeira, os VCs é que buscam ativamente empresas, ou seja, é deles a iniciativa de aproximação entre as partes. A prospecção passiva ocorre de duas principais maneiras: o empreendedor busca a aproximação e entra em contato diretamente com o VCs, ou alguém da rede de relacionamento do VCs indica um empreendedor a ele.

Na prospecção ativa, como forma de encontrar oportunidades, a empresa Beta dividiu as prospecções por líderes regionais. Os gestores designados para cada região são responsáveis por buscar empreendedores em eventos, aceleradoras, incubadoras, notícias e na internet. Foi apontado pelos gestores da Beta que, por estarem localizados dentro de um Parque Tecnológico, o próprio Ecossistema no qual estão inserido os auxilia muito na busca por Empresas de Base Tecnológica.

A empresa Alfa também tem uma estrutura de prospecção ativa com profissionais dedicados a busca de novas oportunidades, possuindo inclusive um sócio responsável por essa parte. É ressaltado pelas empresas de Venture Capital a importância de se ter uma estrutura de busca para que a prospecção tenha um padrão de perfil. Com isso, conseguem direcionar as oportunidades quanto a setor de atividade, porte da empresa, localização geográfica, possibilitando assim aumentar o padrão de qualidade da filtragem, além de possibilitar o controle e o gerenciamento do volume de empresas trabalhadas.

Além da busca ativa por oportunidades, os VCs apontam que muitas vezes são as empresas quem os procura com interesse em receber investimento ou são indicadas a eles por terceiros. Esse tipo de aproximação, no qual o estímulo inicial é externo, é chamado de Prospecção Passiva. Os VCs apontam esta como sendo a forma mais importante de identificar oportunidades, visto que, quanto maior os números de oportunidades analisadas melhor tendem a serem os investimentos realizados.

Como forma de incentivar a prospecção passiva os VCs mantêm canais de comunicação para que as empresas possam entrar em contato e trabalham na divulgação dos seus serviços junto aos ecossistemas ligados à inovação. O principal canal aonde as empresas entram em contato com os VCs é através de seus web sites. Nele, as empresas podem se cadastrar e enviar um resumo de seus negócios, indicando o setor de atividade, faturamento e um sumário de um plano de negócios.

Foi apontado nas entrevistas que a atividade de Venture Capital ainda é incipiente no Brasil e por isso os VCs consideram importante trabalhar na divulgação de suas empresas e serviços dentro da sua rede de relacionamento e dentro dos ecossistemas que estão inseridas as Empresas de Base Tecnológica. É comum as empresas de Venture Capital manterem um relacionamento próximo das Incubadoras, Universidades, Bancos de Fomento e participar de eventos ligados à inovação.

Todas as empresas estudadas colocam que trabalham para que sua prospecção passiva seja mais representativa do que a ativa, no entanto, apenas a empresa Gama se encontra nesta realidade. As empresas Alfa e Beta colocam que no início de suas atividades a prospecção ativa representava mais de 80% das oportunidades identificadas, mas que agora, com todo o trabalho desenvolvido nos últimos anos com parceiros e com o ecossistema ligado a inovação, esta relação já está próxima de 50%. Um dos motivos que facilita a prospecção passiva da empresa Gama é trabalharem com empresas que se encontram em fases iniciais de desenvolvimento.

Os resultados encontrados na rotina de reconhecimento são similares aos encontrados na pesquisa de Tyebjee e Bruno (1984) que também colocam a prospecção ativa e passiva, tanto o empreendedor fazer o primeiro contato quanto ele ser indicado por um terceiro, como fonte de origem de negócios. Todos os entrevistados apontam a importância de se trabalhar a rede de relacionamento como forma de originar oportunidades, corroborando com os achados de Fried e Hisrich (1994) os quais apontam que os VCs se esforçam para se fazerem conhecidos dentro dos ecossistemas dos quais possuem interesse em investir. Os autores colocam duas principais razões pelas quais os VCs trabalham a rede de relacionamento: os negócios que chegam por referência tem mais chance de passar pelos primeiros filtros de análise se o VCs confia em quem indicou, e esse, por já conhecer o VCs, tende a saber qual tipo de investimento o interessa.

Conforme Mintzberg et al. (1976) após o reconhecimento de uma oportunidade a segunda rotina do processo decisório estratégico compreende a coleta de informações visando melhor compreendê-la, sendo esta definida pelo autor como a rotina de Diagnóstico. Nos casos estudados foi visto que quando o empreendedor busca o VCs através de seu site, o formulário preenchido para contato é fonte das primeiras informações analisadas pelos VCs.

Nas oportunidades identificadas através da prospecção ativa e pela indicação de terceiros os gestores colocam que as primeiras informações coletadas são as públicas, encontradas em sites e notícias na internet. Após, é feito contato direto com o empreendedor para solicitar demais informações necessárias para uma primeira análise. Estas primeiras informações coletadas são importantes para que os VCs possam avaliar, sem dispendir muito tempo, se esta possível oportunidade se enquadra dentro de sua tese de investimento ou não, ou seja, se passa pelos seus pré-requisitos. Conforme apontado pelos gestores, a quantidade de cases para se analisar é muito grande, portanto, em um primeiro momento os VCs utilizam critérios objetivos para eliminar rapidamente as empresas que não se enquadrem em sua política de investimento.

As empresas Alfa e Beta, por realizarem seus investimentos através de um Fundo de Investimento cadastrado na CVM, são obrigadas por lei a formalizarem um documento chamado de “Regulamento do Fundo”, também conhecido por “Tese de Investimento”. Este é um documento formal, de acesso público, no qual os VCs delimitam aonde e como irão realizar seus investimentos e dentro destas delimitações são apontados diversos pré-requisitos que as empresas devem atender para poderem seguir sendo analisadas, conforme exemplifica o Entrevistado B1: “A gente tem pré-requisitos que são linkados com o regulamento do fundo. A gente criou a tese de investimento, a tese se refletiu no regulamento”. No caso da empresa Gama, por realizar investimento direto nas empresas, através de um Fundo de Investimento privado, ela não possui uma Tese de Investimento pública formalizada, no entanto, foi apontado por seus gestores nas entrevistas que possuem sim pré-requisitos que as empresas devem atender para seguirem sendo analisadas. Os pré-requisitos identificados nas entrevistas e nos Regulamentos dos Fundos podem ser divididos em cinco grandes grupos: Estágio de Desenvolvimento; Inovação; Setor de atuação; Faturamento e Localização Geográfica.

Em relação ao Estágio de Desenvolvimento, as empresas Alfa e Beta apontaram que para avaliarem uma empresa, esta precisa necessariamente estar operacionalmente ativa, ou seja, não investem em empresas que ainda estão apenas no papel.

A empresa tem que estar operacional, ela pode não necessariamente ter uma curva de faturamento, mas também não investimos para fazer Pesquisa e Desenvolvimento. A empresa tem que estar com produto preparado para pelo menos entrar no mercado. Nós não vamos investir pra desenvolvimento de novo produto/tecnologia de uma empresa que não está atuante (ENTREVISTADO B3).

Já para a empresa Gama estar operacional não é um pré-requisito, conforme fala do Entrevistado G1 “estamos olhando inclusive projetos na fase da ideia, aquele projeto que só tá no Power Point”. Conforme a empresa, o papel de uma aceleradora é auxiliar as empresas desde o início, ainda em uma fase embrionária e selecionar empreendimento que possuam potencial. De acordo com o entrevistado G2, quanto mais operacional a empresa estiver, menor tende a ser o risco dela, no entanto, maior vai ser a concorrência de VCs maiores para investir nela.

Se ela já começa a andar, faturar...daqui a pouco ela escapa da nossa possibilidade investimento. Daqui a pouco ela já vai para um fundo, primeiro round em um fundo de

venture capital, então temos que conseguir pegar uma empresa que ela tá ali embrionária, tá começando a querer se posicionar, precisa de marketing, precisa de finanças. (ENTREVISTADO G2)

Quanto a Inovação, foi apontado por todos os VCs nas entrevistas que só consideram investir em empresas que apresentem algum grau de Inovação. Esta não precisa necessariamente ser uma inovação radical, mas não pode ser um projeto aonde tenha muitas empresas atuando de forma similar. Todos os gestores colocaram que é difícil trabalhar com um conceito objetivo de inovação, para o Entrevistado B2 o principal requisito para considerar a uma empresa inovadora é ela “ser de base tecnológica e com inovação tecnológica. Não pode ser simplesmente uma replicação de um modelo, uma nova planta de produção de algum tipo específico que não tenha inovação...a gente não investe em nada sem inovação de base tecnologia”.

Em relação ao Setor de Atuação, as empresas de Venture Capital tendem a ser multisetoriais. A empresa Beta é a única que possui foco de atuação exclusivo em quatro setores, sendo eles: Energias Sustentáveis; Ciências da Vida; Mídias Digitais e TI & Telecom. Mesmo com a limitação de quatro setores, os gestores da empresa Beta colocam que cada um destes possui diversas subdivisões que acabam os deixando com um vasto leque de opções para busca de oportunidades.

Para a empresa Gama, o único pré-requisito em relação ao setor é que ele seja escalável, sendo assim, até pode existir o componente de serviço nele, desde que este não seja a parte majoritária da atuação. Tanto a empresa Alfa como a empresa Beta possuem restrições aos setores envolvidos com produção ou comércio de armas e munições, bebidas alcoólicas e tabaco, sendo vedado investirem nesses setores.

De forma a focar os investimentos em empresas de pequeno e médio porte, as empresas de Venture Capital possuem requisitos quanto ao Faturamento das empresas que podem investir. A empresa Alfa possui ampla extensão em relação a este requisito, podendo investir em empresas com faturamento entre 0 e R\$150 milhões. Os gestores da empresa apontam que é importante para a empresa manter um alvo amplo para poder conseguir investir desde startups até negócios de médio porte. A empresa Beta possui requisitos mais restritos em relação ao faturamento, sendo que 80% dos recursos do fundo tem devem ser investidos em empresas com faturamento de até R\$3,6 milhões e os 20% restantes podem ser investidos em empresas com faturamento de até R\$16 milhões. A política de investimento da empresa Gama (investimento fixo por participação fixa) já direciona os investimentos dela em pequenas e médias empresas, por tal razão, a empresa não possui requisitos em relação ao faturamento.

O último pré-requisito identificado é referente a Localização Geográfica. Os Vcs além de fornecer capital para as empresas, fornecem apoio gerencial a elas após o investimento, em uma fase chamada de monitoramento. Esta é uma fase que exige um acompanhamento próximo do VCs pois participa da rotina da empresa, auxiliando-a em questões estratégicas.

Na literatura, Tyebjee e Bruno (1984); Fried e Hisrich (1994) e Petty e Gruber (2011) também colocam que os VCs possuem pré-requisitos no diagnóstico inicial das oportunidades

de investimento. Conforme os autores, os VCs recebem mais oportunidades do que sua capacidade de analisar permite, e a utilização de pré-requisito é uma prática adotada para reduzir a quantidade de oportunidades para um número no qual se possa fazer uma análise mais profunda.

## 4.2 Desenvolvimento

Após a etapa de Identificação, a segunda fase central do processo decisório proposto por Mintzberg et al. (1976) é a de Desenvolvimento. De acordo com os autores, esta fase compreende as etapas que levam ao desenvolvimento de uma ou mais soluções para o problema/crise, ou no contexto deste trabalho, a configuração de uma oportunidade. Duas rotinas fazem parte desta fase: Busca, no qual se visa encontrar uma solução pronta, e Design no qual se desenvolve uma solução customizada ou se modifica uma solução pronta.

Em conformidade com a fase de Desenvolvimento, foi relatado pelos VCs que após a eliminação das empresas que não atendem aos pré-requisitos, é realizada uma pré-análise, também chamada de análise inicial. Nesta fase ocorre uma avaliação, ainda superficial e sem significativo dispêndio de recursos (financeiro e humano) das empresas restantes, a fim de definir se estas se enquadram como uma oportunidade de investimento ou se serão eliminadas do processo de análise. Foi apontado nas entrevistas que os gestores utilizam a experiência de investimentos anteriores para analisar as novas empresas, no entanto, todos argumentaram que cada empresa analisada possui particularidades e que não existe uma solução pronta capaz de estabelecer que determinada empresa se enquadra como um oportunidade ou não. Dado esta situação, no contexto específico das empresas de Venture Capital, a fase de Desenvolvimento é compreendida apenas pela rotina de Design, no qual análises anteriores são consideradas e adaptadas para avaliar novas empresas ou novos processos de análises são desenvolvidos inteiramente para avaliar empresas.

O foco inicial dos VCs nesta pré-análise é validar o modelo de negócio das empresas que passaram pelos filtros (pré-requisitos) da fase anterior. Para os VCs, validar o modelo de negócio significa determinar se esta empresa possui um negócio viável, sustentável e que se enquadre na Tese de Investimento. Para esta validação, os gestores colocam que precisam compreender o básico do negócio das empresas analisadas, que, em se tratando de empresas nascentes de base tecnológica, não é algo simples. O primeiro passo constatado nesta etapa é a realização de uma nova coleta de informações com o(s) gestor(es) da empresa analisada.

Caso a empresa analisada possua um modelo de negócio que não seja de domínio da empresa de Venture Capital, esta busca auxílio externo para fazer a validação do modelo de negócio. Duas principais fontes foram relatadas nesta busca: primeiro o VCs busca em sua rede de relacionamento empresas ou parceiros que atuam ou possuem expertise no setor analisado e questionam eles a respeito de como está o setor, se conhecem a empresa analisada, as perspectivas futuras do setor. Segundo, caso não encontre auxílio em sua rede de relacionamento, o VCs busca consultar especialistas para avaliar o modelo de negócio da empresa analisada.

Avançando a validação do modelo de negócio, a empresa Gama também busca analisar questões técnicas: se a tecnologia utilizada na empresa é adequada, e a capacidade

emocional dos empreendedores, ou seja, se possuem o perfil psicológico dele se enquadra no que buscam. A empresa Beta trabalha na pré-análise com uma metodologia própria que denominam de “heptagrama”. Nesta metodologia são analisadas sete variáveis, sendo elas: pessoas, execução, gestão, inovação, mercado, finanças e a Tese de Investimento. Estas variáveis são analisadas desde o início, sendo que, conforme as empresas vão evoluindo no processo a análise se torna mais criteriosa, como se pode perceber no relato do Entrevistado B1 “na fase 3 a gente olha as sete variáveis com quatro, cinco perguntas dentro de cada um dos itens. Na fase quatro já tem vinte perguntas para cada uma das variáveis”. A empresa Alfa aponta a análise de quatro principais pilares. O primeiro é a validação do modelo de negócio em si, o que chamam de “Viabilidade do Modelo de Negócio”. O segundo é o pilar relativo a pessoas, no qual avaliam se os gestores da empresa analisada possuem um perfil adequado. O terceiro é o pilar “Mercado”, em que avaliam o tamanho e potencial do mercado de atuação e o produto. O último pilar é o “Econômico”, que aborda questões como Valuation, Fluxo de Caixa e as Finanças da empresa.

Como parte da análise, os VCs costumam realizar um processo de Due Diligence nas empresas antes de investir. De acordo com os entrevistados este processo é realizado após a aprovação do investimento, e em situações acabou gerando descontentamento com os investidores, pois é um processo oneroso cuja responsabilidade de arcar com as despesas é do fundo de investimento, e muitas vezes, os investidores tiveram que arcar com essas despesas sem a efetiva realização do investimento. Conforme relatos, houve casos de empresas que passaram pela pré-análise, obtiveram aprovação do investimento e na realização da Due Diligence foram identificados diversos problemas que inviabilizaram o aporte de capital. Foi colocado que o processo de Due Diligence segue sendo realizado da mesma maneira e que para mitigar o problema os VCs trouxeram para a fase de pré-análise um processo de pré-due, que é referido com sendo uma mini-diligência no qual funcionários da empresa de Venture Capital avaliam, de forma superficial, aspectos legais e contábeis das empresas analisadas.

Além de antecipar uma parte do processo de Due Diligence, as experiências com investimentos passados fizeram com que os VCs antecipassem uma negociação inicial de outras duas questões centrais: Valuation e Contrato de Investimento.

Para a empresa Gama a questão do Valuation é mais objetiva. O investimento realizado é ou R\$50 mil ou R\$150mil por uma participação de 20% na empresa. Esses valores são passados aos empresários nessa fase e caso sejam aceitos, a empresa prossegue no processo de análise. Se o empresário não concordar com esses valores, a Gama pode até negociar mais adiante no processo uma redução na participação societária dela conforme o desempenho da empresa investida, no entanto, investir valores acima de R\$150 mil são descartados pela empresa. As empresas Alfa e Beta apontaram que, inicialmente, passam uma estimativa de valor ao empreendedor e que se esse número ficar muito longe do que ele imagina a empresa pode ser descartada do processo de seleção.

O segundo item antecipado é a negociação do Contrato. Essa etapa ocorre de forma efetiva em uma das últimas partes do processo de investimento e para se chegar nela, muitos recursos são gastos. De forma a reduzir a chance de ocorrer algum problema que inviabilize o investimento, os VCs trouxeram para a fase de pré-análise a apresentação e discussão das

principais cláusulas contratuais. Conforme apontado nas entrevistas, por entrar como sócio minoritário, os VCs necessitam algumas cláusulas contratuais para garantir seus interesses, e muitas vezes, essas cláusulas são determinadas pelos investidores do Fundo, não sendo possível o VCs negociá-las com o empreendedor. De acordo com os gestores possuem um modelo padrão de contrato que, em algumas poucas coisas possuem flexibilidade, geralmente não nas cláusulas em si, mas sim nos percentuais de algumas delas.

O final da fase de desenvolvido ocorre quando os VCs conseguem acordar com o empreendedor as principais cláusulas contratuais e um valor aproximado de Valuation. Conforme descrito nas entrevistas, superado essas questões, a construção do Contrato de Investimento no final do processo se torna muito simples, pois já possuem os aspectos críticos da negociação acordados.

Mintzberg et al. (1976) constataram em sua pesquisa que a fase de desenvolvimento é a mais importante do processo de tomada de decisão e é nesta etapa que é consumido a maior parte dos recursos. No entanto, no contexto estudado neste trabalho, os gestores relatam que é apenas na próxima fase, de seleção, que os VCs dispendem mais tempo e dinheiro para analisar as oportunidades. Essa prática, de analisar de forma sucinta no início, para apenas na análise final investir mais tempo e dinheiro, é apontada também por Fried e Hisrich (1994).

### 4.3 Seleção

A terceira e última fase central proposta por Mintzberg et al. (1976) é a de Seleção. Mesmo que esta seja considerada a última etapa do processo decisório, muitas vezes na fase de Desenvolvimento ocorre a fragmentação de uma decisão em uma série de subdecisões, cada uma necessitando ao menos uma etapa de Seleção. Devido a estas características, é esperável que se tenha no processo decisório diversas etapas de Seleção, muitas dessas intrinsecamente ligadas à fase de Desenvolvimento. Mintzberg et al. (1976) aponta a existência de três rotinas nesta fase, sendo elas: exame, avaliação-escolha e autorização. No contexto deste trabalho, é contemplado nesta fase a realização de minuciosa análise, submissão para aprovação de uma proposição de investimento, processo de Due Diligence, contratação, aporte de capital e monitoramento.

A rotina de exame, que é utilizada para reduzir uma grande quantidade de alternativas em poucas viáveis, é apontada por Mintzberg et al. (1976) como sendo uma rotina superficial, mais preocupada em determinar o que não é adequado do que determinar o que seja apropriado. No processo decisório das empresas de Venture Capital, os resultados desta pesquisa corroboram com os achados de Mintzberg et al. (1976) uma vez que a rotina de Exame esta intrinsecamente ligada a fase de desenvolvimento, pois como visto na fase anterior, os VCs realizam uma análise inicial a fim de eliminar as empresas que não sejam adequadas na sua política de investimento.

A rotina de Avaliação-escolha é definida como a seleção de uma alternativa através do processo de: análise, julgamento, ou processo de barganha entre os tomadores de decisão (MINTZBERG ET AL. 1976). Como esta rotina pode ser considerada uma extensão da rotina de Exame, nem sempre a transição de uma etapa para outra é clara. Conforme apontam Fried e Hisrich (1994), em certo momento o VCs desenvolve uma ligação emocional com a

proposta de investimento, e esse momento caracteriza o início da segunda fase do processo de análise, ou no caso deste trabalho, o início da rotina de Avaliação-escolha. O tempo dispendido nesta fase é significativamente maior e os objetivos também alteram. Enquanto que na análise anterior o objetivo é determinar o que é realmente uma oportunidade e eliminar as empresas que não se enquadram no perfil desejado, agora o objetivo é determinar quais os obstáculos para o investimento e se as empresas analisadas possuem as características buscadas pelos VCs (FRIED; HISRICH, 1994). Foram identificados nas entrevistas e em documentos das empresas objeto deste estudo quatro principais critérios analisados, sendo eles: Pessoas, Finanças, Mercado e Negócio.

Em se tratando do critério relacionado a Pessoas, os VCs apontam a importância de se avaliar o perfil dos principais executivos da empresa analisada. De acordo com os entrevistados não existe um único perfil ótimo e as características buscadas ao avaliar uma empresa podem ser diferentes das buscadas ao avaliar outra empresa. Ainda assim, duas principais características foram apontadas por todos os entrevistados como sendo desejáveis independente do negócio: capacidade de saber trabalhar em equipe e capacidade de execução.

Em relação à primeira, os entrevistados colocam que o dono da empresa analisada tem que ter ciência de que sua empresa precisa de mais gente para crescer, do contrário, o crescimento dela será limitado e o limite será o próprio dono. Em relação a segunda, os entrevistados colocam que necessariamente a empresa precisa ter uma pessoa com o perfil de executor, alguém que consiga fazer o que foi planejado e que consiga desenvolver as ações que a empresa necessita, conforme exemplifica o gestor da empresa Alfa:

Um ponto muito importante que levamos em consideração na nossa análise de risco é a capacidade de execução. As vezes temos caras que tão fazendo doutorado, pós doutorado e que desenvolveram uma grande tecnologia que vai revolucionar o mercado da saúde. Um negócio super bacana, super inovador, todo mundo se impressiona. Mas esses caras nunca tocaram uma empresa e ao contrário, eles não tem nenhum viés empreendedor pois estavam dentro da faculdade e são apaixonados por pesquisa. Posso ter um ativo muito valioso para vender para uma grande farmacêutica, mas entre tirar isso de um ambiente de pesquisa e levar isso para um negócio, eu tenho um desafio de execução muito grande. Isso é uma realidade enorme nos fundos orientados para empresas inovadoras. (ENTREVISTADO A2)

No critério relacionado a Finanças duas principais características são analisadas pelos VCs. Em primeiro lugar, os VCs buscam investir em negócios que possibilitem elevada taxa de retorno, conforme salienta o Entrevistado A2 “isso tudo tem que no final do dia ser uma empresa lucrativa com uma boa perspectiva de crescimento”. A segunda característica analisada neste critério é relacionada à saída do investimento. Os VCs apontam que desde o primeiro dia em que conversam com o empresário deixam claro que realizam o investimento com data para sair e para isso buscam investimentos que possibilitem oportunidade de saída. Os resultados encontrados neste critério corroboram com os achados de Fried e Hisrich (1994) que apontam que os VCs não esperam alta liquidez, mas exigem que o investimento possua oportunidade de saída em um período de três a dez anos.



O terceiro critério analisado é o Mercado de atuação da empresa. Os VCs apontam que tem de ser um mercado com valor monetário expressivo que possibilite que a empresa cresça e tenha uma receita relevante.

O Negócio é o quarto critério analisado pelos VCs. A principal característica buscada pelos VCs neste critério é que a empresa analisada possua um Negócio com escalabilidade. Por escalabilidade o Entrevistado G1 explica que “a empresa tem que conseguir crescer sem demandar um crescimento proporcional de Mão de Obra, Recursos Humanos etc. Uma consultoria por exemplo não é um projeto escalável nesse aspecto”. Outra característica apontada nas entrevistas é que os VCs procuram evitar investir em negócios que possuam dependência do setor público, pois conforme eles, o risco e as incertezas são elevados e difíceis de prever.

Ao fim desta análise ocorre a escolha, por parte dos VCs, de quais as empresas que estão aptas a receber investimento. Esta decisão representa a transição entre a Rotina de Autorização-Escolha e a de Autorização. De acordo com Mintzberg et al. (1976) as escolhas precisam de autorização quando os tomadores de decisão não possuem autoridade para definir os caminhos da organização.

No contexto deste trabalho, os VCs trabalham com um Comitê de Investimento, formado pelas pessoas que investiram o dinheiro utilizado no veículo de investimento (Fundo de Investimento) da empresa de Venture Capital. Cabe ao Comitê de Investimento a decisão final de aprovar ou não determinado investimento.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste estudo foi caracterizar o processo de tomada de decisão por parte das empresas de Venture Capital. Utilizando como base o modelo proposto por Mintzberg et al. (1976), foi possível identificar e caracterizar o processo de tomada de decisão por parte das empresas de Venture Capital. Nesta caracterização verificou-se que os VCs possuem um processo de tomada de decisão estruturado e assim como sugerido por Mintzberg et al. (1976), três fases centrais permeiam as rotinas deste processo.

Em se tratando da primeira fase do processo decisório foi visto que as empresas de Venture Capital identificam as oportunidades de investimento através de duas principais maneiras: pela busca ativa por empresas para investir e também através de prospecção passiva, que é quando as oportunidades aparecem ao VCs sem ser sua a iniciativa de aproximação. Seguindo no processo decisório, as empresas de Venture Capital possuem dois principais grupos de critérios utilizados para analisar as empresas. A identificação e caracterização dos critérios utilizados pelas empresas de Venture Capital foi um dos objetivos deste trabalho.

No final da primeira fase central os VCs possuem ainda uma grande quantidade de opções de investimento. De forma a filtrar estas oportunidades e poder analisar de forma mais profunda as que têm maior potencial, os VCs utilizam pré-requisitos a fim de poder eliminar rapidamente do processo as empresas que não são de seu interesse. Os pré-requisitos identificados nas entrevistas e nos Regulamentos dos Fundos foram divididos em cinco

grandes grupos, sendo eles: Estágio de Desenvolvimento; Inovação; Setor de atuação; Faturamento e Localização Geográfica.

Na segunda e terceira fase do processo de tomada de decisão os VCs vão progressivamente aprofundando o processo de análise. Nestas fases é que foi identificado o segundo grupo de critérios, que são utilizados pelos VCs para decidir em quais empresas investir. Quatro principais critérios foram identificados, sendo eles: Pessoas, Finanças, Mercado e Negócio.

Outro objetivo deste trabalho foi comparar o processo de tomada de decisão de diferentes VCs. Neste trabalho foi estudado o processo decisório de três empresas de Venture Capital. As três empresas selecionadas são de portes distintos e com diferentes objetivos em relação aos seus investimentos. Foram identificadas diferentes expectativas por parte dos VCs em cada um dos critérios analisados, como por exemplo, para os VCs Alfa e Beta considerarem um investimento, a empresa analisada deve obrigatoriamente estar operacional. Já para o VCs Gama estar operacional não é um pré-requisito para investir em uma empresa.

Uma das contribuições deste trabalho é a identificação dos critérios e das diferenças entre os VCs. Estes resultados se tornam relevante para os empresários que buscam investimento poderem focar seus esforços em VCs que sejam mais adequados a sua empresa. Do ponto de vista acadêmico, a maior contribuição deste trabalho é a caracterização do processo decisório por parte de empresas de Venture Capital, utilizando como base um modelo oriundo na Teoria da Decisão. A utilização deste modelo possibilitou estruturar o processo das empresas de Venture Capital de uma forma lógica e aprofundar as diferentes fases que permeiam desde a identificação de uma oportunidade até a definição de qual empresa investir.

Quanto as limitações deste estudo, a natureza do tema, envolvendo decisões estratégicas ligadas a processos de investimento, mostrou que muitos dos respondentes apresentaram certa reserva na abertura de informações sobre o tema. Isso se deve, sobretudo, ao caráter confidencial muitas vezes dado a tais assuntos no âmbito das organizações. Para dirimir isso, é necessária a realização de mais entrevistas para que se possa fundamentar os relatos obtidos com segurança.

Como sugestão de trabalhos futuros recomenda-se a análise do processo decisório das empresas de Venture Capital através de diferentes modelos sugeridos na Teoria da Decisão. Neste trabalho partiu-se do pressuposto que os VCs entendem e utilizam um processo de tomada de decisão lógico, o que remete a utilização de um modelo racional de Tomada de Decisão. A caracterização do processo decisório através de outras perspectivas pode apresentar resultados diferentes dos encontrados neste estudo.

## REFERÊNCIAS

- BETTIGNIES, J.-E. DE; BRANDER, J. A. Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, v. 22, n. 6, p. 808–832, nov. 2007.
- BLACK, B. S.; GILSON, R. J. Venture capital and the structure of capital markets : banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, v. 47, p. 243–277, 1998.

BRAGA, J. M. M. Avaliação de Empresas de Base Tecnológica – a indústria de Private Equity / Venture Capital de Minas Gerais. 2007. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Faculdade de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

CARVALHO, A. G. DE; RIBEIRO, L. DE L.; FURTADO, C. A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. Metodologia Científica. 4. ed. São Paulo: Makron, 1996.

CHERMACK, T. J. Decision-Making Expertise at the Core of Human Resource Development. *Advances in Developing Human Resources*, v. 5, n. 4, p. 365–377, 1 nov. 2003.

CHOREV, S.; ANDERSON, A. R. Success in Israeli high-tech start-ups; Critical factors and process. *Technovation*, v. 26, n. 2, p. 162–174, fev. 2006.

CHRISTENSEN, J. . The role of finance in National System Innovation. In: LUNDEVALL, B. (Ed.). . National system of innovation: toward a theory of innovation and interactive learning. New York: Pinter, 1992. p. 342.

COLOMBO, M. G.; DELMASTRO, M. How effective are technology incubators ? Evidence from Italy. *Research Policy*, v. 31, p. 1103–1122, 2002.

EISENHARDT, K. M.; BOURGEOIS, L. J. Politics of Strategic Decision Making in High-Velocity Environments: Toward a Midrange Theory. *The Academy of Management Journal*, v. 31, n. 4, p. 737–770, 1988.

EISENHARDT, K. M.; ZBARACKI, M. J. Strategic Decision Making. *Strategic Management Journal*, v. 13, n. Fundamental Themes in Strategy Process Research, p. 17–37, 1992.

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

GANZI, J.; SEYMOUR, F.; BUFFET, S. Leverage for the Environment: A Guide to the Private Financial Services Industry. Disponível em: <[http://www.wri.org/sites/default/files/pdf/leverage\\_for\\_the\\_environment.pdf](http://www.wri.org/sites/default/files/pdf/leverage_for_the_environment.pdf)>. Acesso em: 25 nov. 2013.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. *Revista de Administração de Empresas*, v. 35, n. 2, p. 57–63, abr. 1995.

GOMPERS, P.; LERNER, J. The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, p. 145–168, 2001.

GRANSTRAND, O. Towards a theory of the technology-based firm. *Research Policy*, v. 27, n. 5, p. 465–489, set. 1998.

HAIR, J. F. J. et al. Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração. Porto Alegre: Bookman, 2007.

HARRISON, E. F. A process perspective on strategic decision making. *Management Decision*, v. 34, n. 1, p. 46–53, 1996.

HELLMANN, T.; PURI, M. The Interaction Between Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital. *Review of Financial studies*, v. 13, n. 4, p. 959–984, 2000.

HICKSON, D. J. Decision-Making at the Top of Organizations. *Annual Review of Sociology*, v. 13, p. 165–192, 1987.

LACHTERMARCHER, G. Pesquisa operacional na tomada de decisões. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

MARQUES, V. A. A influência dos modelos de avaliação de empresas (valuation) no processo decisório dos fundos de venture capital. 2011. 161 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Faculdade de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2011.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JR, T.; REBELATTO, D. A. Venture capital e private equity no Brasil : alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão e Produção*, v. 15, n. 1, p. 11–21, 2008.

MINTZBERG, H.; RAISINGHANI, D.; THEORET, A. The Structure of “ Un- structured ” Decision Processes. *Administrative Science Quarterly*, v. 21, n. June, p. 246–276, 1976.

ONETTI, A. et al. Internationalization, innovation and entrepreneurship: business models for new technology-based firms. *Journal of Management & Governance*, v. 16, n. 3, p. 337–368, 10 ago. 2010.

PETTY, J. S.; GRUBER, M. “In pursuit of the real deal”. *Journal of Business Venturing*, v. 26, n. 2, p. 172–188, mar. 2011.

REVEST, V.; SAPIO, A. Financing technology-based small firms in Europe: what do we know? *Small Business Economics*, v. 39, n. 1, p. 179–205, 11 jul. 2010.

RIBEIRO, L. DE L. O modelo brasileiro de Provatate Equity e Venture Capital. 2005. 137 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RIBEIRO, V. L. Investimentos de Capital de Risco, Venture Capital e Private Equity, em inovação: o caso brasileiro. 2010. 70 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2010.

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990.

SCHUMPETER, J. A. Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SCHWENK, C. Strategic decision making. *Journal of Management*, v. 21, n. 3, p. 471–493, 1995.

SIMON, H. A. COMPORTAMENTO ADMINISTRATIVO: Estudo dos Processos Decisórios nas organizações Administrativas. Rio de Janeiro: [s.n.].

SIMON, H. A. Making Management Decisions: The Role of Intuition and Emotion. *The Academy of Management Executive*, v. 1, n. 1, p. 57–64, 1987.

SVENSON, O. Process descriptions of decision making. *Organizational Behavior and Human Performance*, v. 23, n. 1, p. 86–112, fev. 1979.

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

VANACKER, T.; HEUGHEBAERT, A.; MANIGART, S. Institutional Frameworks, Venture Capital and the Financing of European New Technology-based Firms. *Corporate Governance (Oxford)*, v. 22, n. 3, p. 199–215, 2014.

WHITE, S.; GAO, J.; ZHANG, W. Financing new ventures in China: System antecedents and institutionalization. *Research Policy*, v. 34, n. 6, p. 894–913, ago. 2005.

YIN, R. K. *Estudos de Caso: planejamento e métodos*. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

YLI-RENKO, H.; AUTIO, E.; SAPIENZA, H. J. Social capital, knowledge acquisition, and knowledge exploitation in young technology-based firms. *Strategic Management Journal*, v. 22, n. 6-7, p. 587–613, jun. 2001.