

Investimentos em Pequenas e Médias Empresas com Elevado Potencial de Crescimento – Critérios de Seleção dos Capitalistas de Risco

FERNANDO CESCHIN RIECHE
LEONARDO PEREIRA R. DOS SANTOS*

RESUMO Empresas com grande potencial de crescimento, em geral pequenas e médias empresas (PMEs), são candidatas a investimentos de capitalistas de risco. Que critérios e metodologias são utilizados para selecionar e investir em tais empresas? Com o intuito de responder a esta pergunta, o artigo inicialmente descreve, em linhas gerais, as condições em que ocorrem a criação, o desenvolvimento e a sustentabilidade do capital de risco. A seguir, são apresentados os principais aspectos considerados pelos capitalistas de risco para seleção dos investimentos, entre os quais destacam-se a avaliação da estratégia e do mercado potencial das empresas, a realização de diferentes tipos de diligências, a análise da qualidade da equipe e do empreendedor, bem como o papel desempenhado pelas demonstrações financeiras e pela relação entre risco e retorno.

ABSTRACT *Companies that have high potential growth, specially small and medium-sized ones, are candidates to receive investments from venture capitalists. Which criteria and methodology these venture capitalists use to select the companies? This article initially describes, in general terms, the conditions under which venture capital emerges, develops and becomes sustainable. The main topics considered by venture capitalists to select investments are presented, among them: assessment of company strategies and potential markets, different kinds of due diligence, analysis of the quality of teams and entrepreneurs, as well as the role of financial statements and the relationship between return rate and risk.*

* Respectivamente, economista do BNDES, mestre em Economia pela UFRJ, cursando o MBA Executivo pelo Instituto Coppead/UFRJ; gerente do BNDES, engenheiro de produção pela UFRJ e mestre em Administração pela PUC-Rio.

1. Introdução

O sonho de todo investidor em valores mobiliários é obter retornos elevados em suas aplicações. Uma das formas de fazê-lo é por meio do aporte de recursos em empresas em que se espera um grande potencial de crescimento futuro. Ainda que seja possível obter retornos expressivos investindo em empresas maduras, usualmente as empresas com elevado potencial de crescimento são as pequenas e médias, de capital fechado. A metodologia de análise de tais empresas é necessariamente diferente da empregada em empresas de capital aberto. Neste último caso, o analista conta com uma série de indicadores com relativo grau de confiabilidade,¹ além de poder empregar técnicas fundamentalistas e algum modelo de avaliação de ativos, com razoável grau de sucesso.

Por outro lado, empresas emergentes de capital fechado em geral não têm demonstrações financeiras confiáveis e não apresentam histórico de desempenho (*track record*). Nesses casos, a análise de investimentos deve estar fundamentada, entre outros fatores, nas estratégias adotadas pela empresa para alcançar as metas pretendidas, no seu potencial de mercado, na tecnologia utilizada, no perfil e na capacidade de execução ou operacionalização dos empreendedores e de suas equipes. Por fim, o grau necessário de assistência a ser prestada aos empreendedores pelos investidores também deve ser considerado na precificação realizada.²

Do ponto de vista do desenvolvimento industrial, o apoio a pequenas e médias empresas (PME) é justificado não somente pelo alto potencial de retornos para os investidores, mas porque tais empresas são responsáveis por parcela preponderante do PIB de todos os países e pela geração substancial de empregos.

Mas, se por um lado o apoio às PMEs é necessário e meritório, por outro, essas empresas enfrentam diversos problemas para obtenção de financiamentos, seja em função da dificuldade de apresentação de garantias, seja

1 A qualidade da informação à qual os analistas têm acesso guarda relação com o nível de transparência da empresa, que por sua vez é função dos padrões de governança corporativa adotados.

2 Ressalte-se, porém, que as variáveis de análise têm naturezas distintas. Enquanto o grau de assistência depende da capacidade do investidor, as demais variáveis são função do empreendedor e das características intrínsecas dos negócios.

pela escassez de recursos próprios ou pela dificuldade de acessar o sistema financeiro e de mercado de capitais no Brasil. Soma-se a isso o fato de que pequenas empresas com elevado potencial de crescimento necessitam de captações recorrentes para composição de seu fluxo de caixa, o que acaba sendo incompatível com seu perfil de crédito.

Em função disso, a importância de criar um instrumento para a capitalização de PMEs é hoje reconhecida mundialmente. Um mecanismo adequado, difundido em alguns países, é a realização de tais investimentos por meio de capital de risco (*venture capital*), normalmente sem contrapartidas no que tange a garantias.

Em determinados países, à medida que os recursos de capital de risco se desenvolveram e se expandiram, também cresceu a escala mínima na qual eles aplicam, uma vez que as empresas de capital de risco têm grande trabalho antes de realizar um investimento, que incluem responsabilidades fiduciárias com seus próprios investidores, a análise da viabilidade do negócio, da existência de mercado, da qualidade do empreendedor e de sua equipe, a confecção de contratos etc. Nos Estados Unidos (EUA), por exemplo, é comum a existência de investidores ricos, os chamados *business angels*, que ajudam a suprir a falta de recursos (*equity gap*) de fontes externas para financiar as empresas iniciantes. Além de prover o capital semente (*seed capital*), tais investidores costumam auxiliar as empresas a encontrarem importantes clientes e a recrutar funcionários. Estima-se que os *business angels* sejam responsáveis, nos EUA, pela introdução de aproximadamente 40% das novas oportunidades de negócios das empresas de capital de risco (*The Economist*).³

Considerando-se a relevância e as dificuldades de se apoiar as PMEs, este artigo tem o objetivo de discutir – no âmbito do investimento via capital de risco e sob o ponto de vista do investidor – que critérios considerar e analisar para avaliar empresas com elevado e rápido potencial de crescimento. Na prática, além da etapa de monitoramento do investimento (pós-investimento), a fase de seleção, avaliação e enquadramento dos investimentos (as fases de pré-investimento) é aquela em que o capitalista de risco mais investe tempo e esforço. É também a fase em que a capacidade e a experiência do analista podem agregar mais valor no processo, ou seja, em que se pode incrementar o retorno sobre o investimento [Kaplan e Strömberg (2001)].

3 As empresas de capital de risco representam a etapa seguinte na cadeia do investimento de risco, que inclui ainda o investimento em participações (private equity) para empresas mais maduras, cujo detalhamento foge ao escopo deste artigo.

Corroborar essa afirmação a tese de que não existe na literatura um modelo de avaliação para precificar os investimentos de capital de risco amplamente aceito entre os capitalistas de risco, investidores e empreendedores, conforme observação de Amit *et alli*. (1999).

Com o intuito de contextualizar o investimento via capital de risco, a Seção 2 faz um breve histórico da criação do capital de risco, as principais condições para a sua criação, seu ciclo e principais características. A Seção 3 apresenta os principais aspectos considerados por investidores para avaliar empresas com elevado potencial de crescimento e as implicações de cada decisão. Por fim, a Seção 4 apresenta as principais contribuições do artigo.

2. Capital de Risco

Em essência, o capital de risco é uma forma de apoio baseada no investimento por meio de participação (valores mobiliários, ações, debêntures conversíveis, bônus de subscrição, por exemplo) em sociedades anônimas que apresentem elevado potencial de crescimento, visando à sua posterior revenda e, normalmente, com a realização de expressivos ganhos de capital. O capital de risco pressupõe a aceitação de riscos elevados em troca de obtenção de altos retornos [Soledade *et alli*. (1997)].

Há evidências de que o apoio via capital de risco faz com que as empresas jovens cresçam mais rápido, criem mais valor e gerem mais emprego do que outras empresas iniciantes. Pesquisas empíricas nos EUA mostraram que o capital de risco pode aumentar de forma significativa a habilidade de novas firmas para criar emprego e riqueza. As empresas apoiadas por capital de risco perseguem inovações mais radicais e estratégias de comercialização mais agressivas. O capital de risco aumenta a velocidade de profissionalização e o crescimento dessas empresas [Keuschnigg (2004)]. Por outro lado, cabe mencionar que é mais difícil estudar a indústria de capital de risco – em comparação com outras indústrias financeiras –, uma vez que muito pouca informação relevante é de domínio público (as empresas financiadas são privadas). Além disso, não existem bolsas organizadas para investimentos de capital de risco, o que reduz ainda mais a oferta de informações [Amit *et alli*. (1998)].

Histórico

A indústria de capital de risco surgiu formalmente nos Estados Unidos⁴ no fim da década de 1940. Contudo, os investimentos nos fundos de capital de risco somente se tornaram relevantes a partir da década de 1970. Desde a criação dos primeiros fundos, os Estados Unidos são a principal referência (*benchmark*) da indústria mundial.

As principais lições extraídas da primeira fase da atividade de capital de risco nos EUA foram as seguintes [Tosta de Sá (1994)]:

1. a captação de recursos do grande público mostrou-se inadequada para esse tipo de atividade;
2. o retorno sobre o investimento é de longo prazo;
3. é fundamental a manutenção de uma posição líquida para socorrer empresas ao longo da maturação de seus projetos;
4. o acompanhamento gerencial é fundamental; e
5. às vezes, o retorno excepcional é garantido por um único investimento da carteira.

Em 1979, depois que o governo americano anunciou nova regulamentação para os investimentos dos fundos de pensão e reduziu os impostos sobre ganhos de capital, os investimentos dos fundos foram alavancados, atingindo seu pico em 1986.

Em 1992, após o *crash* da bolsa americana em 1987, os investimentos em capital de risco caíram severamente ante os investimentos de 1986, mas já em meados da década de 1990 os investimentos nos EUA foram novamente impulsionados pelo crescimento e pelo sucesso recente dos fundos independentes e pelas taxas de retorno alcançadas pela indústria [Gompers e Lerner (1998)].

Atualmente, entre os países, a atividade de capital de risco varia consideravelmente, estando plenamente desenvolvida em poucos mercados, como Irlanda e Israel.

4 A criação dos fundos surgiu a partir da criação da *American Research and Development*, em 1946.

Com base em experiências internacionais [Tosta de Sá (1994)], algumas lições podem ser extraídas:

- a) o desenvolvimento da indústria de capital de risco precisou sempre de alguma medida governamental para viabilizar seus crescimento;
- b) nos países em que a indústria sofreu maior grau de interferência estatal, os resultados foram menos positivos;
- c) sempre que se obtém algum incentivo ou tratamento tributário diferenciado, deve-se esperar algum tipo de regulamentação da atividade, que deve ser a menos exigente possível;
- d) os recursos dos investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, têm se mostrado essenciais para o desenvolvimento da indústria; e
- e) além de recursos, as empresas de capital de risco devem oferecer acompanhamento gerencial às empresas.

Atualmente, em alguns países onde se pretende impulsionar o capital de risco, como Japão, Coréia do Sul e China, além de os governos locais criarem estímulos⁵ para estabelecimento do ambiente adequado à indústria do capital de risco, bancos e agências do governo desmembraram suas atividades para permitir a capacitação dos empreendedores visando à abertura de capital. Em particular, no Japão e na Coréia do Sul, foram criados centros de suporte à comercialização de empresas de tecnologia ou centros de avaliação de planos de negócio, cujos objetivos são prover aconselhamentos estratégicos, tecnológicos e de gestão às empresas, conduzir diligências financeiras e de mercado, além de redirecionar os planos de negócio dos empreendedores. Na prática, nesses países, determinados bancos governamentais tornaram-se bancos de relacionamento, com o objetivo de tornar as pequenas e médias empresas mais atrativas para os investidores.

Condições para Existência e Características da Operação

Como destaca Schertler (2002a), utilizando um modelo de equilíbrio geral, são duas as condições necessárias para a evolução e a consolidação do instrumento de capital de risco: a) o valor adicionado pelo envolvimento ativo dos capitalistas de risco tem de ser alto, comparado aos custos do

⁵ *As iniciativas para estimular as empresas envolvem: criação de balcões organizados específicos para empresas emergentes; desregulamentação; apoio a empresas incubadas; apoio à inovação; fortalecimento da rede empresa-governo-universidade; e criação de fundos.*

suporte gerencial prestado aos empreendedores; e b) o número de empresas de alta tecnologia demandando o apoio via capital de risco tem de exceder um nível crítico, determinado pela indivisibilidade de idéias inovativas e pela especialização dos capitalistas de risco em campos particulares da tecnologia.

Schertler (2002a) complementa que a emergência de mercados de capital de risco líquidos depende também da capacidade inovativa da economia e de sistemas financeiros. Quanto menor o potencial de inovação de uma economia ou menor o desejo dos empreendedores de compartilhar o controle, menor será a demanda por capital de risco. Mencione-se também que os custos de transação determinam as atividades de capital de risco: as estruturas de governança e os contratos podem ter um impacto significativo. Por exemplo, a demanda por capital de risco pode ser extremamente baixa se as regulações não permitirem a assinatura de contratos que garantam aos capitalistas de risco um papel ativo em empresas de alta tecnologia.

Na prática, os capitalistas de risco operam em situações em que há assimetria de informação significativa, que podem ser de dois tipos principais:

- a) seleção adversa: quando uma parte de uma transação tem conhecimento de informações relevantes que a outra parte não tem, o que pode deixar o mercado repleto de projetos de baixa qualidade, já que é difícil para os investidores distinguir bons de maus investimentos;
- b) risco moral (*moral hazard*): quando uma parte da transação não pode observar as ações relevantes realizadas pela outra parte (ou pelo menos não pode certificar legalmente tais ações). Por exemplo, um investidor pode não ter como saber se um empreendedor está de fato trabalhando arduamente em um projeto [Amit *et alli*. (1998)].

A idéia principal é que capitalistas de risco surgem porque desenvolvem habilidades especializadas na seleção e no monitoramento dos projetos, ou seja, são intermediários financeiros com uma vantagem comparativa nos ambientes em que há assimetria de informação. Com base nessa abordagem, Amit *et alli*. (1998) sugerem que os capitalistas de risco atuem em ambientes nos quais sua eficiência relativa na seleção e monitoramento dos investimentos dê a eles vantagens comparativas em relação a outros investidores.⁶

6 Nesse contexto, setores tradicionais (restaurantes, lojas de varejo etc.) tendem a ser preteridos em relação aos setores nos quais as preocupações em relação à informação são importantes (biotecnologia, software etc.). Os primeiros setores são arriscados (retornos têm alta variância), mas são relativamente fáceis de monitorar por meio de intermediários convencionais. Para mais detalhes, ver Amit *et alli*. (2000).

Em tais ambientes, existe a preferência por projetos nos quais os custos de monitoramento e de seleção são relativamente baixos ou em que os custos de assimetria de informação são menos severos – ênfase na participação em empresas que apresentem algum histórico (*track record*) vis-à-vis empresas totalmente iniciantes (*start-ups*).

A assimetria de informação também pode dificultar a habilidade para sair do negócio, já que pode ser difícil vender ações em um mercado no qual a maior parte dos investidores é relativamente pouco informada. Assim, muitas vendas ocorrem por meio de vendas para investidores informados, assim como para outras empresas na mesma indústria ou para os próprios acionistas da empresa de capital de risco. Além disso, pode ocorrer um viés positivo nos negócios oferecidos nas ofertas públicas, ou seja, os capitalistas de risco podem tentar adquirir boa reputação, escolhendo os negócios com melhor desempenho para abertura de capital.

Por fim, a assimetria de informação implica que valores maiores de participação reduzem os incentivos do empreendedor para ter esforço e vice-versa⁷ (risco moral). Contudo, ainda pode ser melhor em determinadas situações que o capitalista de risco tenha uma alta participação, já que esta pode ser a única forma de capitalizar de forma adequada uma empresa.

No processo de capital de risco tradicional, as três principais entidades envolvidas são: i) o investidor institucional, tais como fundos de pensão, capitalistas individuais, empresas e companhias de seguro; ii) o empreendedor que recebe e faz uso dos recursos; e iii) os agentes ou agências intermediárias, as empresas de capital de risco, que usualmente identificam, selecionam, monitoram e operacionalizam os investimentos, além de levantarem fundos adicionais para as empresas [Brophy (1996)].

Pelo lado do investidor, o investimento de capital de risco apresenta as seguintes características [Tosta de Sá (1994) e Leonardos (1994)]:

- a) participação minoritária;
- b) participação temporária do investidor (de cinco a sete anos);
- c) participação ativa, por meio do apoio gerencial de alto nível prestado;
- d) expectativas de elevado retorno sobre o capital aplicado; e
- e) realização por meio de instrumentos de investimentos sem garantias.

⁷ *O esforço para operacionalização do negócio por parte do empreendedor será tanto menor quanto maior for a participação do investidor [ver Amit et alli. (1998)].*

Ciclo do investimento

Leonardos (1994) descreve o ciclo completo de um investimento de capital de risco, composto pelas seguintes etapas:

1) pesquisa, seleção e enquadramento (*screening*) de oportunidades – fase em que o capitalista faz contato com várias empresas, das quais apenas algumas serão analisadas;

2) análise das oportunidades – o plano de negócios⁸ é elaborado pela empresa. Os principais aspectos considerados na análise de um investimento são a administração da empresa, o mercado e o produto. Conceitualmente, é melhor investir em um bom administrador, com um produto razoável, do que em um projeto brilhante, mas mal gerido, ou seja, uma boa gestão é fundamental. Além disso, empresas com potencial de crescimento acelerado apresentam dois outros fatores conjuntos ou separados:

- a) vantagens comparativas;
- b) diferenciação;

3) negociação da participação/efetivação do investimento – quando o investimento já tiver sido analisado e aprovado, deverá ser estabelecido o preço, o percentual e a forma de participação⁹ e firmado um Acordo de Acionistas;¹⁰

4) acompanhamento de investimento – envolve apoio e aconselhamento gerencial ao empreendedor; e

5) desinvestimento – saída do investimento. A forma ideal para obtenção de liquidez é por meio da abertura de capital e venda na bolsa de valores,¹¹ por

8 *O plano de negócios é um documento que deve detalhar o estágio atual da empresa, quais são suas metas e que mecanismos serão utilizados para alcançá-las. Além disso, deve conter uma descrição dos seus pontos fortes e fracos, do seu setor de atuação, de seus concorrentes, de seus clientes e fornecedores etc.*

9 *As formas de participação mais comuns incluem: i) ações com direito a voto ou não, resgatáveis ou não; ii) debêntures conversíveis em ações; iii) direitos para subscrições de ações; iv) sociedades em conta de participação; e v) alguma combinação dos instrumentos anteriores. A característica comum a todas as formas é a ausência de garantias acionárias ou assemelhadas.*

10 *Entre os principais itens do Acordo, em geral há a garantia de: i) participação no Conselho de Administração, ii) recebimento de informações gerenciais periódicas; e iii) qual (quais) a(s) forma(s) de desinvestimento prevista(s).*

11 *Schertler (2002a) ressalta que os mercados líquidos de ações para participações de empresas com rápido crescimento afetam a atividade de capital de risco de três formas: a) permitem aos capitalistas de risco e aos empreendedores terem contratos implícitos sobre o controle, o que aumenta a demanda por capital de risco; b) os capitalistas de risco podem construir suas reputações como financiadores bem-sucedidos de empresas de alta tecnologia utilizando os mercados de ação como canal de saída para suas participações; e c) mercados líquidos de ação podem ter um impacto positivo no número de indivíduos que têm experiência em dar suporte a empresas jovens de alta tecnologia.*

meio da oferta pública inicial (*Initial Public Offering* – IPO), que não somente dá o melhor retorno para o capitalista, como também propicia à empresa acesso a recursos adicionais. Alternativamente, pode-se utilizar uma das seguintes opções:¹²

- a) instrumentos autoliquidáveis (ações resgatáveis ou debêntures);
- b) acordos de recompra da participação pelo acionista original (*buyback*);
- c) venda financiada para os administradores da empresa (*leveraged buy-out*);
- d) venda da participação para outras empresas ou investidores (*trade sale* ou *secondary sale*); e
- e) liquidação do negócio (*write-off*).

3. Critérios de Avaliação e de Seleção de Oportunidades Potenciais de Investimento¹³

Com o objetivo de conseguir aporte de recursos, empreendedores de empresas emergentes diversas vezes exageram suas projeções e apresentam visões distorcidas dos fatos. Aos investidores que as escutam, tais histórias apenas reduzem o valor do negócio e a percepção do valor que tais empreendedores podem agregar à operação [Kawasaki (2001)].

Muitos estudos empíricos indicam que os capitalistas de risco precisam de experiência para selecionar, monitorar e dar apoio de forma exitosa a empresas de alta tecnologia e que precisam de reputação para levantar recursos de investidores externos. Por sua vez, o acúmulo de experiência e a reputação adquirida ao longo dos anos geram uma interdependência na trajetória de sucesso das empresas, ao passo que ondas sucessivas de empresas malsucedidas apoiadas por capitalistas de risco sem experiência minam a gênese dos mercados de capital de risco [Schertler (2002b)].

Portanto, a avaliação de investimentos potenciais exige a análise de diferentes aspectos, que vão desde prospecções mercadológicas e testes empíricos

¹² Para mais detalhes a respeito de estratégias de saída, ver Ribeiro e Almeida (2005).

¹³ De acordo com o objetivo proposto para o artigo, a análise estará pautada na análise, pesquisa e seleção de empresas. Esta seção está baseada em pesquisas feitas por Roberts e Barley (2004) e Kawasaki (2001) em cinco grandes empresas de capital de risco dos EUA, bem como em pesquisas nos respectivos websites das empresas.

a considerações qualitativas, como a interpretação do analista¹⁴ a respeito da visão dos sócios fundadores.

A seguir, são detalhados os principais questionamentos usualmente feitos por analistas quando necessitam deliberar sobre a viabilidade de algum investimento, bem como são delineadas as características que as empresas-alvo devem idealmente possuir. Na prática, o cumprimento de todas as assertivas é bastante raro, muito embora a análise de cada um dos fatores seja essencial para a tomada de decisão.

Estratégia e Mercado

Pelo lado do investidor, fatores críticos para realização do investimento incluem inicialmente uma visão geral dos setores econômicos, a fim de vislumbrar oportunidades de ganhos potenciais. Alguns capitalistas de risco acreditam que a exigência mais importante é ter uma oportunidade de um grande mercado em setor em rápido crescimento [Roberts e Barley (2004)]. Isso porque o crescimento explosivo pode tornar mais difíceis a adaptação e o atendimento do mercado pelos concorrentes ou empresas dominantes (*incumbents*). Por outro lado, os investidores, como destaca Kawasaki (2001), acreditam que os concorrentes e as empresas dominantes nunca podem ser subestimados e a arrogância do empreendedor é, conforme evidências, o primeiro passo para o fracasso.¹⁵

Também é útil estabelecer metas de receita para a empresa *vis-à-vis* o tamanho do mercado, o que pode ser uma boa indicação do que está sendo perseguido. Objetivos a serem alcançados, por exemplo, podem ser o de deter uma determinada participação de mercado ou de ser líder do setor.

Outro fator envolvido no negócio é assegurar que a empresa-alvo tenha uma vantagem competitiva duradoura. O ideal é que o problema a ser resolvido pelo empreendedor seja difícil, tenha uma solução que não seja direta, mas

14 Utilizar-se-á o termo analista(s) de forma genérica para designar o profissional ou equipe responsável pelas pesquisas e os estudos a respeito do potencial investimento, independentemente de sua posição hierárquica dentro da empresa de capital de risco. Dependendo da empresa e do nível hierárquico, o analista pode ter diversas nomenclaturas, nos EUA, tais como associate, partner, associate partner, managing director, investment analyst, general partner, venture partner e analyst, principal.

15 Estima-se que cerca de 80% dos planos de negócio na realidade afastem os investidores, seja porque são mal escritos, seja porque realizam proposições implausíveis do tipo "nós não temos concorrência" (The Economist).

que por outro lado não represente uma ruptura muito radical do paradigma técnico-científico vigente.

Reichert (2006)¹⁶ destaca que o que faz uma idéia ser atrativa para um investidor é a solução prática para um grande problema ou a sinalização de uma boa oportunidade de mercado.

Existem dois grupos amplos de oportunidades de investimento. No primeiro caso, o mercado ou o produto são, em alguma medida, conhecidos. A empresa está fazendo a melhor execução ou uma versão melhorada de um produto ou serviço existente em um mercado já consolidado. Outro caso refere-se a mercados ou modelos de negócios totalmente novos, nos quais os investidores acham que conhecem suas apostas mas, na prática, têm pouca idéia do negócio.

Com relação ao plano de negócios, ainda que detalhado, trata-se de um esboço da concepção do negócio e deve ser encarado como a primeira etapa da avaliação, uma vez que os acontecimentos reais têm pouca relação com o que foi planejado inicialmente, conforme relata Russel Siegelman, sócio do KPCB¹⁷ [mencionado em Roberts e Barley (2004, tradução livre)]:

Eu diria que em quase 100% dos casos o plano original não se torna realidade, algumas vezes de forma positiva, outras de forma negativa. Os fundadores não percebem que fizeram algo completamente errado e têm que superar isso. Ou o contrário, nós desprezamos algum grande atributo no plano original. Então, o ponto é que nós temos que ver uma oportunidade como um romance com muitos capítulos. O plano de negócios é o prólogo ou o resumo do livro porque ainda não existe o negócio de fato. Nós escrevemos o livro juntos, é assim que funciona.

A Menlo Ventures¹⁸ considera que a observação do mercado é de fundamental importância. Analisar o mercado envolve avaliar as seguintes características, que são rastreadas e relacionadas ao sucesso dos investimentos: taxa de crescimento, tamanho, concorrência e percepção e atitude dos clientes com relação ao produto. Para Sonja Hoel, “a empresa ideal é a que vai bem apesar dela mesma” [Roberts e Barley (2004, tradução livre)].

16 Bill Reichert é diretor da Garage Technology Ventures. Fundada em 1997, a Garage Technology Ventures já levantou cerca de US\$ 400 milhões em investimentos para empresas como Pandora, Claria e Digital Envoy. A empresa opera no segmento de venture capital e seed money.

17 A empresa de capital de risco Kleiner Perkins Caufield & Byers foi fundada em 1972 e já participou de mais de 475 empresas, entre as quais a Amazon, a Sun e o Google. Atua em diversas áreas, desde software à área biomédica.

18 Empresa de capital de risco com sede na Califórnia que administra atualmente US\$ 3,9 bilhões. Já participou de mais de trezentas empresas de vários setores desde a sua criação em 1976.

Para a Trinity Ventures,¹⁹ não há um modelo formal definido. Existem algumas considerações óbvias, como equipe, oportunidade de mercado e a proposição de valor/produto para a solução. Além disso, a diferenciação tecnológica ou a diferenciação do modelo de negócios também são importantes para sustentar uma vantagem competitiva.²⁰ Outro determinante importante do sucesso é o setor. Se o setor for bem escolhido – mesmo que a equipe ou a execução não seja tão boa –, as empresas crescerão porque o mercado está em expansão.

Quanto ao modelo de negócios, pode-se começar a análise do lado das receitas para compreender a estratégia de preços e a estratégia de captação do cliente. Modelos de negócios que exijam muito capital para terem sucesso não são tão atraentes. Em negócios menores, é possível saber precocemente se o caminho percorrido está correto. Em alguns casos, mesmo que a tecnologia pareça fantástica, se o empreendedor apresentar um fraco desempenho, o negócio pode não despertar o interesse dos capitalistas de risco.

Para a Alta Partners,²¹ são duas as escolas de pensamento. A primeira, centrada nas pessoas, avalia que capitalistas de risco não têm o mesmo conhecimento do setor que os especialistas, os quais encontrarão grandes oportunidades sozinhos. A segunda escola preocupa-se com os mercados: busca grandes oportunidades e avalia que, se a administração não funciona, não tem problema, basta trocá-la. Dentro desse paradigma, há clientes com

19 *Empresa de capital de risco com sede na Califórnia que atualmente administra mais de US\$ 1 bilhão de capital comprometido no financiamento de empresas dos setores de software, serviços, comunicações e sistemas de rede e semicondutores. Foi fundada em 1986 e já apoiou empresas como a Starbucks, a Sygate e a Crescendo.*

20 *Alguns autores defendem que a diferenciação tecnológica pode ser protegida pelo depósito de patentes. Contudo, a questão das patentes é controversa para os capitalistas de risco. A Menlo, por exemplo, encoraja as empresas a terem patentes porque o ambiente atual tem mais litígios do que antigamente. Independentemente disso, a Menlo acredita que a empresa não pode ter um produto que seja facilmente imitável no curto prazo. Aplicações de software, por exemplo, podem exigir homens-ano de construção para desenvolver a interface do usuário e as conexões de back-end, e assim a patente não seria tão relevante nesses casos. Kawasaki (2001) concorda, afirmando que, em geral, em setores como software, não faz sentido ter patentes. Segundo o autor, o mais importante é ter uma idéia que seja difícil de copiar no curto prazo e que seja implementada de forma diferenciada. Em contrapartida, defende o uso de patentes nos setores de biotecnologia e médico-hospitalar. Reichert (2006) afirma que as patentes isoladamente não garantem vantagem competitiva para empresa nos anos de operacionalização e sim a equipe, as alianças necessárias e a capacidade de operar a tecnologia. Para a KPCB, é interessante ter patentes, mas não é uma exigência para o negócio. Segundo a KPCB, uma vez que a tecnologia é patenteada, ela estará disponível e as pessoas podem achar um atalho para escapar das patentes. Contudo, a KPCB, na fase de avaliação, faz pesquisas de patentes para se assegurar de que ninguém poderá bloquear sua atuação.*

21 *Empresa de capital de risco com sede em San Francisco que atualmente gerencia recursos de US\$ 1,5 bilhão aplicados em diferentes setores, tais como tecnologia médica e tecnologia de informação. Desde sua criação, em 1996, já apoiou mais de 150 empresas.*

algum tipo de “sofrimento”, e a avaliação do tamanho do mercado pode ser feita estimando-se quantos clientes “sofrem”. A substituição por um produto já existente é um mercado. Nesse caso, está-se buscando fazer o produto de forma melhor, mais barata e mais rápida. Por sua vez, há também os casos em que os produtos são totalmente novos e não se sabe exatamente onde estão e qual o tamanho dos mercados. Esse tipo de modelo certamente tem um risco de mercado maior, mas não necessariamente mais risco técnico.

Os capitalistas de risco tendem a evitar os negócios que envolvem relacionamento direto com o cliente (*consumer-facing*) no varejo, porque apresentam menor margem, custos elevados de marketing e previsões em relação ao comportamento do consumidor de difícil realização, pois envolvem avaliação das percepções e, principalmente, atitudes.

A Menlo Ventures considera que os clientes são a referência mais importante. Dessa forma, conduz pesquisas qualitativas com potenciais clientes, alguns dos quais foram empreendedores em investimentos anteriores, porque considera que conversar com os clientes ou potenciais clientes para confirmar a utilidade do produto é essencial para conhecer a empresa.

Diligências Necessárias (*Due Diligences*)

A auditoria técnica é necessária e importante nos casos em que existe inovação de engenharia.

A Alta Partners considera que a análise da tecnologia é fundamental para ter noção do quão difícil é a solução do problema. Isso porque, se o problema for de fácil solução, o negócio é menos atrativo.²²

Outro tipo de diligência envolve clientes. Em muitos casos, não há dados de mercado simplesmente porque a empresa não tem clientes ou receita. Há casos em que os clientes sequer conhecem a empresa, apenas debatem sobre o conceito do produto. Deve-se tentar descobrir quais são as reais necessidades dos clientes e quanto desejam pagar. Se a empresa tiver receita e clientes, a questão passa a ser se a este fato se atribui ou não valor na avaliação da empresa.²³ Existe ainda uma diligência da indústria. São feitas

22 Não é raro que as empresas de capital de risco tenham profissionais com doutorado em suas equipes para avaliar as oportunidades e tendências tecnológicas. As empresas também muitas vezes fazem parcerias com universidades e especialistas em tecnologia e gestão para subsidiá-las na tomada de decisão sobre o investimento.

23 Avaliar empresas que já tenham uma base estável de clientes e alta receita não faz parte do negócio principal de um capitalista de risco.

entrevistas com especialistas da indústria – que não são necessariamente os clientes finais – sobre o conceito do negócio, a equipe e o empreendedor, o mercado e suas necessidades.

Na prática, a experiência passada do analista é crucial para fazer o julgamento final, na medida em que as diligências nem sempre são conclusivas.

Equipe

A equipe é outro fator crítico de sucesso e merece uma diligência à parte. Devem ser analisadas as biografias do empreendedor e de sua equipe, em especial suas realizações profissionais, seu histórico (*background*) e sua rede de relacionamento (*networking*), a fim de avaliar a possibilidade de estabelecer parcerias.

A KPCB procura equipes nas quais a visão da engenharia, a execução, a área de vendas e o empreendedorismo estejam integrados e alinhados. Uma equipe de empreendedores típica consiste de pelo menos duas pessoas: uma deve ter um perfil técnico forte, compreendendo toda a lógica por trás da tecnologia e a dinâmica da indústria ao seu redor; outra deve ser orientada para vendas, gestão do negócio, relacionamento com clientes, parceiros e empregados.

Enquanto bons empreendedores/fundadores são capazes de reexaminar suas hipóteses e mudar totalmente o rumo de suas ações até encontrar o caminho correto, espera-se que quem gerencie o negócio em uma fase madura atenha-se a modelos de negócios bem definidos. Dessa forma, usualmente a pessoa que gerencia a empresa em estágios iniciais não é tão eficiente quanto gerentes profissionais (executivos de mercado) podem sê-lo em estágios avançados, porque um conjunto diferente de habilidades é exigido.

Para a Trinity Ventures, é preciso acreditar que o executivo principal/fundador da empresa seja capaz de torná-la um sucesso, mesmo na fase madura. Dessa forma, a análise do CEO e da equipe de administração é um processo demorado. É necessário analisar a qualidade das pessoas que eles atraem, suas tendências, seus pontos fortes e fracos. Parte dessa análise é mais subjetiva, com base na experiência do analista. Despende bastante tempo com a equipe detalhando os mais diversos problemas e os procedimentos para resolvê-los é uma tarefa árdua, mas ouvir o que a empresa pensa e como ela reage é bastante útil. Com esse tipo de análise, é possível ter uma noção de como a equipe lidaria com as dificuldades do negócio no dia-a-dia.

Por outro lado, se o empreendedor não tiver capacidade para recrutar talentos na etapa inicial e formar uma equipe consistente, dificilmente atrairá capitalistas de risco para o negócio. Conforme destaca Kawasaki (2001), as etapas do processo são inflexíveis para os investidores: “primeiro o empreendedor deve atrair alguns talentos, na maioria dos casos de áreas técnicas, para depois obter o aporte” (tradução livre).²⁴ Nessa etapa, o investidor avalia a capacidade do empreendedor de lidar com uma situação em que há escassez de recursos financeiros. Assim, a habilidade para contratar novos funcionários baseia-se somente no escopo do trabalho a ser oferecido e nas expectativas de ganhos futuros da empresa e raramente na oferta de altos salários fixos.

Análises Financeiras e de Retorno e Risco

A análise das demonstrações financeiras, tradicional ferramenta utilizada para avaliação de empresas maduras, não agrega tanto valor no caso de empresas-alvo de capital de risco. Em geral, o plano não ocorre da forma que o empreendedor espera, com dados financeiros muito diferentes dos estimados. A análise das demonstrações pode ser interessante para analisar o bom senso do empreendedor e a consistência com as necessidades operacionais do negócio.

O tempo correto (*timing*) é um fator crítico de sucesso para o investimento de capital de risco porque é um forte direcionador da taxa de retorno financeiro obtida, mas acertar o momento correto não é uma tarefa fácil. Na realidade, é difícil quantificar a relação risco-retorno dos investimentos de capital de risco, mas esta é a lógica que permeia as decisões.

Em teoria, o retorno²⁵ sobre o investimento para o capitalista pode ser expresso por:

$$EV = \int_q [\alpha R(e(\alpha), m(\alpha)), q, s(\alpha)) - I - s(\alpha) - M(m(\alpha)|s(\alpha))] f(q) dq < 0,$$

em que:

EV = retorno esperado para o investidor de todos os projetos

²⁴ Geralmente, a afirmação também é válida quando consideramos a entrada de potenciais investidores estratégicos.

²⁵ A fórmula foi simplificada para fins didáticos. Na realidade, há que se considerar também o custo de diligências que afeta o retorno e que determina se a qualidade do projeto supera o nível de qualidade médio (nível crítico). Para detalhes adicionais, ver Amit et alii. (1998) e Engel (2002).

q = nível de qualidade do projeto²⁶

α = participação acionária do investidor/capitalista de risco; $(1-\alpha)$ = participação do empreendedor

R = Receita operacional líquida do negócio

e = esforço do empreendedor para operacionalizar o negócio²⁷

s = serviços prestados pelo capitalista de risco ao empreendedor que geram valor diretamente e indiretamente para o negócio²⁸

m = custo de monitoramento do projeto por parte do investidor

I = investimento fixo do investidor

$M(m(\alpha)|s(\alpha))$ = Custos de monitoramento dado um nível de custo total de serviços

$f(q)$ = função de probabilidade da qualidade do negócio

Pela expressão apresentada, verifica-se que o somatório dos retornos esperados de todos os negócios é negativo,²⁹ porém, individualmente, alguns projetos podem ser realmente muito atrativos e apresentar retorno elevado. Além disso, os projetos dependem essencialmente: do esforço (e) do empreendedor para executar o projeto, incluindo suas competências e da própria equipe; da qualidade intrínseca do projeto (q), levando-se em consideração o mercado e as tecnologias empregadas; do nível de participação do investidor e do empreendedor no negócio $(1-\alpha)$; e dos custos de monitoramento (m) e serviços prestados (s) pelo capitalista de risco ao empreendedor.

Todavia, ressalta-se que os projetos são mais atraentes ou viáveis para determinados grupos de investidores do que para outros grupos, dependendo da capacidade deste investidor de analisar o negócio sob os aspectos já apresentados no artigo (estratégia, mercado, equipe e diligência), do estímulo e monitoramento do empreendedor durante a fase de execução e, por fim, dos serviços a serem prestados pelo investidor ao projeto.

26 Se o empreendedor tiver conhecimento da qualidade, mas não o investidor, teremos o problema de seleção adversa.

27 Se o esforço não puder ser observado pelo investidor, teremos o problema do risco moral.

28 Serviços diretos: apresentação a clientes ou fornecedores, por exemplo. Serviços indiretos: consultorias estratégicas de gestão, contratação de talentos etc.

29 Após aplicar recursos no diligenciamento, o capitalista tem a capacidade de selecionar projetos acima do nível q (médio) de qualidade. Dessa forma, o capitalista obterá retornos médios positivos para a carteira, ou seja, será mais eficiente.

Em complemento, cabe salientar que os custos de monitoramento não só influenciam diretamente o esforço do empreendedor e, portanto, a capacidade de resposta do gestor às demandas do capitalista, quanto o custo M depende do nível total dos serviços a serem prestados pelo investidor, esperando-se que quanto maior o investimento nos serviços, menor será o custo M de monitoramento durante a execução do projeto.

Embora a observação empírica da aplicação da fórmula não seja simples, principalmente pela falta das informações disponíveis *ex-post*, pode-se depreender da análise que a fase de seleção tem relação direta, financeira e operacionalmente, com a execução e o monitoramento do negócio. Portanto, todos os parâmetros considerados devem ser minuciosamente avaliados durante a fase de seleção e enquadramento do projeto.

Assim, a capacidade e a experiência do analista sobre os aspectos já abordados e expressos na fórmula têm relevância relativa superiores aos números e demonstrativos financeiros disponíveis.

A Menlo Ventures, por exemplo, observa as demonstrações financeiras à procura de erros e para avaliar se elas fazem sentido. Isso porque projeções detalhadas geralmente não são precisas e não têm tanto significado.³⁰ É importante destacar que a avaliação das empresas está sujeita a maior taxa de erro de “apostas bem-sucedidas”. A Menlo, por exemplo, quase sempre acerta a recusa de um investimento em função da falta de mercado (acerta em 99%). Porém, quando a recusa se dá em função da avaliação, a taxa de erro sobe para 10%.

Por sua vez, a redução de risco é buscada por meio do investimento em empresas que são (ou espera-se que sejam) líderes de mercado. Isso porque tais empresas em geral têm maior margem e maior capacidade de absorver prejuízos em função de erros e são geralmente as primeiras a se tornarem públicas. Além disso, podem contratar mão-de-obra mais qualificada. Ter algumas regras para definir a receita futura esperada para a empresa pode ser interessante como parâmetro de referência.

A Trinity Ventures, por outro lado, utiliza as demonstrações financeiras apenas para aprender sobre a equipe de administração da empresa. Nesse contexto, não interessa muito se a receita será 10 ou 20, mas a lógica que

30 Kawasaki (2001), neste ponto, é radical: sugere multiplicar por 0,1 as previsões de receitas fornecidas por empreendedores e adicionar cinco anos aos fluxos de caixa apresentados.

estabeleceu cada número ali e o grau de confiança com que a equipe o defende. Utilizar dados empíricos sobre um problema similar para construir uma projeção (construção do próprio modelo) pode ser interessante para avaliar o negócio em questão.

Já a Alta Partners olha primeiro para o modelo de despesas. Quanto dinheiro é preciso para que o negócio chegue ao ponto de equilíbrio? O modelo de receitas geralmente é muito otimista, irrealista.

Observações sobre Precificação do Valor do Negócio

As análises descritas anteriormente atuam como premissas para as técnicas de avaliação. Na aplicação de tais técnicas, que têm como objetivo mensurar o valor das empresas-alvo, Lerner e Willinge (2002) apresentam os diferentes modelos de precificação utilizados pela indústria de capital de risco, conforme descrito na Tabela 1.

O modelo de capital de risco, comumente utilizado pela indústria, leva em consideração o fluxo de caixa típico da indústria de empresas emergentes (fluxos de caixa negativos e altamente incertos, porém com recompensas futuras substanciais), usando um múltiplo em algum tempo no futuro em que se espera que os fluxos de caixa sejam positivos. O valor terminal é então descontado por meio de uma alta taxa de desconto (tipicamente entre 40% e 75%, taxa interna de retorno pretendida para o investimento). Esse valor terminal descontado e o tamanho do investimento proposto são utilizados para calcular a participação desejada na empresa.

O conceito anterior aplica-se a situações em que não há negociações futuras para novas diluições. Se houver, há necessidade de calcular a razão de retenção, que quantifica o efeito dilutivo futuro.

Uma crítica ao método é o uso de taxas de desconto muito elevadas. Os capitalistas de risco as defendem de várias formas:

- a) são usadas para compensar a falta de liquidez das empresas fechadas;
- b) vêm seus serviços como valiosos e consideram as taxas uma recompensa pelos seus esforços (conselhos estratégicos, credibilidade, acesso a profissionais especializados); e
- c) compensam as projeções otimistas dos empreendedores.

TABELA 1

Pontos Fortes e Fracos de Métodos de Avaliação em Capital de Risco

MÉTODO	PONTOS FORTES	PONTOS FRACOS
Múltiplos	Fácil de usar e de entender; Comumente utilizado na indústria; Baseado no mercado.	Pode ser difícil encontrar e avaliar múltiplos de empresas fechadas; Quanto a múltiplos de empresas abertas, é preciso ajustar a avaliação resultante para considerar a falta de liquidez da empresa fechada (sob análise).
Valor Presente Líquido (VPL)	Razoável do ponto de vista teórico.	Pode ser difícil estimar os fluxos de caixa; Pode ser difícil encontrar e avaliar os múltiplos de empresas privadas (beta e estrutura de capital); WACC assume uma estrutura de capital fixa e uma taxa de impostos efetiva constante; Fluxos de caixa em que há investimentos seguidos por receitas distantes e incertas são muito sensíveis às hipóteses de taxa de desconto e de taxa de crescimento do valor terminal.
Valor Presente Ajustado (VPA)	Razoável do ponto de vista teórico; Adequado (e de fácil uso) em situações nas quais a estrutura de capital está mudando, tais como em transações altamente alavancadas; Adequado em situações nas quais a taxa de impostos efetiva está mudando.	Mais difícil de calcular do que o método VPL, mas com as mesmas desvantagens (exceto no que tange às premissas ligadas ao WACC).
Capital de Risco	Fácil de entender; Rápido para aplicar; Comumente utilizado.	Baseia-se em valores terminais derivados de outros métodos; Muito simplificado (o fator da elevada taxa de desconto).
Opções	Razoável do ponto de vista teórico; Supera as dificuldades dos métodos VPL e VPA nos casos em que a administração tem flexibilidade.	Não é comumente usado na indústria e pode não ser compreendido; Pode ser difícil reduzir situações do mundo real a problemas de opções; Limitações do modelo de Black-Scholes.

Fonte: Adaptado de Lerner e Willinge (2002).

Outros Pontos que Devem Ser Considerados no Processo de Avaliação

Existem outros aspectos que podem ser considerados na análise do investimento, tais como a forma e o processo do aporte de capital e o momento e a forma correta do desinvestimento.

Há empresas de capital de risco que optam por não realizar investimentos em rodadas (*rounds*), porque há muita incerteza nos negócios e é alta a probabilidade de que algo não saia conforme o planejado e a próxima rodada não seja aprovada. Cada rodada de financiamento deve dar um colchão de liquidez suficiente para a empresa atingir uma ou mais metas específicas.

Também é interessante realizar reuniões periódicas a fim de definir mercados ou problemas que precisam ser solucionados. As reuniões também podem ter o propósito de avaliar o desempenho passado, analisando as empresas em que se investiu e o que explica a diferença entre o previsto e o realizado.³¹ Nas empresas em que o investimento não foi feito, cabe fazer considerações a respeito dos motivos que levaram à recusa (mercado, administração da empresa, tecnologia ou produto pouco desenvolvido). Em resumo, tais reuniões são úteis para aumentar o poder preditivo dos modelos utilizados.

A Trinity Ventures realiza reuniões trimestrais para definir estratégias de atuação e decidir em que setores atuar ou que problemas tentar resolver. Cabe destacar que há oportunidades que são boas para capitalistas de risco e outras que não são, mas ainda assim são bons negócios.

Por fim, deve-se ter em mente que talvez tão importante quanto a decisão de investir seja conhecer o momento e a forma correta de desinvestir. Isso porque a estratégia de saída adotada influencia todas as etapas do ciclo de investimento em capital, até mesmo a decisão de investir [Ribeiro e Almeida (2005)].

31 “Acertar na mosca” é extremamente difícil e representa a exceção, não a regra. O erro pode estar, usualmente, no sub ou superdimensionamento do mercado.

4. Considerações Finais

O investimento de capital de risco é essencial tanto para as empresas quanto para o desenvolvimento do mercado de capitais. Pesquisas empíricas e políticas de indução governamental mostram que diversas inovações tiveram suas implementações aceleradas em função da existência da indústria de capital de risco.

No Brasil, o tema capital de risco vem ganhando destaque. Em especial, a trajetória atual de queda dos juros e estabilidade macroeconômica, conjugada com o fortalecimento do mercado de capitais nacional e com o estabelecimento de um ambiente de negócios mais favorável para o surgimento de novas empresas de tecnologia no Brasil, deverá estimular, nos próximos anos, a indústria nacional de capital de risco.

Pelo lado do governo, a aproximação com centros de pesquisa, universidades e incubadoras será essencial para permitir aos técnicos e analistas observar de perto o que se está produzindo em termos de ciência e como os negócios, se alinhados com as políticas de governo, poderão alavancar o desenvolvimento e, conseqüentemente, serem passíveis de apoio via capital de risco.

Do ponto de vista do investidor, os critérios de seleção e avaliação de projeto apresentados no artigo devem ser observados não somente para estabelecimento de *performance* satisfatória, mas, principalmente, para que métodos inadequados de análise não inviabilizem investimentos em negócios promissores, restringindo o desenvolvimento da indústria. Vale mencionar que o governo pode ser importante elemento indutor desses investimentos e do fortalecimento da indústria de capital de risco.

Fica evidente que critérios como a avaliação isolada de demonstrações financeiras e projeção/desconto do fluxo de caixa são insuficientes para eleger os projetos vencedores. Ressalte-se que não se trata aqui de negligenciar a importância do método de fluxo de caixa descontado, apenas relativizá-lo em um contexto diferente, atribuindo um peso menor à técnica sem preferir projetos exclusivamente com base nesse critério.

Sumariamente, as principais lições a serem extraídas da sistemática de análise do capital de risco são as seguintes:

1. Não existe uma ferramenta amplamente aceita para análise dos projetos de capital de risco e, dessa forma, os investidores e empreendedores geralmente discordam sobre o método de avaliação utilizado e as hipóteses adotadas nos modelos. Isso inviabiliza muitos investimentos, especialmente nos estágios iniciais de empresas baseadas no conhecimento, antes que haja qualquer tipo de histórico, ativos tangíveis ou receitas [Amit *et alli.* (1998)].
2. A metodologia de análise não pode utilizar somente registros financeiros para simulação, mas deve partir de premissas sobre estratégia, mercado, empreendedor, fornecedores, clientes, concorrência, tecnologia e capacidade do próprio investidor de prover serviços ao empreendedor.
3. A estratégia adotada e o potencial de mercado têm peso considerável no sucesso do investimento. Principalmente nos casos em que há grande assimetria de informação, os capitalistas de risco devem buscar auxílio de especialistas de mercado e universidades para tomada de decisão sobre o investimento.
4. O investimento deve ser encarado como uma parceria entre o empreendedor e o capitalista de risco. Em vez de o empreendedor tentar provar que o mercado é grande, por exemplo, deve fornecer as informações para o investidor e deixar que ele deduza isso sozinho. Por outro lado, é crítico que os empreendedores façam questionamentos detalhados a seus potenciais investidores. Cada parte tem que saber o que quer do negócio porque, conforme afirma Jeffrey Sohl (diretor do centro de pesquisa de risco da Universidade de New Hampshire, citado em *The Economist*), o negócio, depois de fechado, é como “um casamento sem possibilidade de divórcio”.
5. Os potenciais clientes são um importante termômetro para o negócio. Apesar de envolver um custo adicional de diligência, a avaliação do comportamento do consumidor é importante, porque, muito embora uma percepção neutra ou positiva não indique sucesso garantido, a avaliação negativa dos clientes pode mostrar vários indícios sobre o potencial fracasso na concepção do negócio.
6. Não existe tecnologia diferenciada, mercado potencial exuberante ou *performance* destacada se a equipe e o empreendedor não tiverem perfil adequado para operacionalizar o negócio. Para essa avaliação, recomenda-se que os capitalistas de risco se aconselhem com especialistas e investiguem as biografias, motivação, habilidades e redes de relacionamento dos envolvidos no negócio, cujos perfis deverão estar alinhados com as estratégias do negócio. Conforme destaca Kawasaki (2001), a habilidade de implementar uma idéia é que faz a diferença para o sucesso de uma empresa emergente, já que investidores não dão

recursos para mapas da mina, aplicam recursos em equipes que sejam capazes de fazer o serviço.

7. A experiência e a sistemática de análise do capitalista de risco é fundamental para a tomada de decisão sobre investimentos em negócios de sucesso. Alguns negócios não são atrativos para determinados capitalistas, mas podem ser para outros de mesmo perfil de atuação.³² Isso porque alguns capitalistas, em função de sua experiência e capacidade, têm melhor competência para explorar as assimetrias de informação existentes.

Por fim, é mister que se compreenda a essência do capital de risco. Para o sucesso da indústria, não basta capital para que uma empresa tenha sucesso. Nas palavras da KPCB (tradução livre):

Nós sabemos que é preciso mais do que apoio financeiro para que uma empresa decole – nós ajudamos a fazer as coisas acontecerem. Nós acreditamos fortemente que as equipes são vencedoras.

Referências Bibliográficas

AMIT, Raphael, BRANDER, James, ZOTT, Christoph. “Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence”. *Journal of Business Venturing*, v. 13, p. 441-466, 1998.

_____. “Venture-capital financing of entrepreneurship: theory, empirical evidence and a research agenda”. In: SEXTON, Donald L., LANDSTROM, Hans. *The Blackwell handbook of entrepreneurship*, chapter 13, p. 259-282, 2000.

ENGEL, Dirk. *The impact of venture capital on firm growth: an empirical investigation*. Centre for European Economic Research, 2002 (Discussion Paper, 8.202).

“Giving ideas wings”. *The Economist*, v. 380, n. 8.495, p. 79-81, 16 de setembro de 2006.

GOMPERS, Paul A., LERNER, Josh. *The determinants of corporate venture capital success: organizational structure, incentives, and complementa-*

32 O perfil de atuação do capitalista é função de alguns fatores, que incluem: a maturidade dos negócios apoiados, os valores médios de investimento, os setores apoiados, o número de rodadas de investimento e o nível de serviços prestados.

- rities*. Cambridge, MA, National Bureau of Economic, 1998 (Working Paper, 6.725).
- KAPLAN, Steven N., STRÖMBERG, Per. *Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring*. National Bureau of Economic Research (Working Paper, 8.202).
- KAWASAKI, Guy. "The top ten lies of entrepreneurs". *Harvard Business Review Article*, jan. 2001.
- KEUSCHNIGG, Christian. "Venture capital backed growth". *Journal of Economic Growth*, v. 9, p. 239-261, 2004.
- LEONARDOS, Ricardo B. "Configuração dos investimentos de capital de risco". *Empresa emergente – Fundo de investimento e capitalização*, p. 165-172. Edição Sebrae, 1994.
- LERNER, Josh, WILLINGE, John. "A note in valuation in private equity settings". *Harvard Business School Publishing*, 2002. Disponível em: <www.hbsp.harvard.edu>.
- REICHERT, Bill. *Critical factors for obtaining venture funding*, 2006. Disponível em: <www.garage.com>.
- RIBEIRO, Leonardo de Lima, ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. "Estratégia de saída em capital de risco". *Revista de Administração USP*, v. 40, n. 1, jan-mar, p. 55-67, 2005.
- ROBERTS, Michael J., BARLEY, Lauren. "How venture capitalists evaluate potential venture opportunities". *Harvard Business School Publishing*, 2004. Disponível em: <www.hbsp.harvard.edu>.
- SAHLMAN, William A. "The basic venture capital formula". *Harvard Business School Publishing*, 2004. Disponível em: <www.hbsp.harvard.edu>.
- SCHERTLER, Andrea. *Under what conditions do venture capital markets emerge*. Kiel Institute for World Economics, 2002a (Working Paper, 1.119).
- _____. *Path dependencies in venture capital markets*. Kiel Institute for World Economics, 2002b (Working Paper, 1120).
- SOLEDADE, Durval, PENA, Estella de Araújo, DE SÁ, Eduardo Klingelhofer, PINTO, Luciane Fernandes Gorgulho. "BNDES – Venture-capital no balcão dos emergentes". *Case Studies – Revista Brasileira de Management*, ano 1, n. 3, maio-junho, p. 24-33, 1997.

TOSTA DE SÁ, Thomás. “As companhias de *venture capital* no exterior”.
Empresa Emergente – Fundo de investimento e capitalização, Edição Sebrae, 1994, p. 143-163.

VENTURE CAPITAL AND INNOVATION. OECD, Paris, 1996 (Working Paper, 98).

Sites Consultados

www.altapartners.com, em agosto de 2006.

www.garage.com, em agosto de 2006.

www.kpcb.com, em agosto de 2006.

www.menloventures.com, em agosto de 2006.

www.trinityventures.com, em agosto de 2006.