

## O *Matching* entre *Venture Capitals* e *Start-Ups* Paulistas: O que *Venture Capitals* buscam nas *Start-Ups* e o que as *Start-Ups* buscam nos *Venture Capitals*?

Marcos Barcellos Silva<sup>1</sup>  
Gilberto Sarfati<sup>2</sup>

Resumo: O acesso ao capital por empreendedores em *start-ups* está tradicionalmente fundamentado na indústria de *Venture Capital* (VC). Este estudo tem como objetivo principal identificar quais são os principais fatores para que os investidores (*Venture Capital*) e os investidos (*start-up*) decidissem por desenvolver uma sociedade em determinado negócio, sob o contexto brasileiro. A pesquisa qualitativa foi realizada pela abordagem exploratória, a partir de entrevistas em profundidade (quatorze, no total) com investidores e investidos paulistas que já haviam realizado uma sociedade há até dois anos (nove pares). Os resultados demonstram que a questão do relacionamento entre investidor e investido representa o principal fator para a realização de um negócio entre as partes. Além disso, indica que o relacionamento interpessoal representa um peso maior quando comparado aos outros fatores identificados na pesquisa.

**Palavras-chave:** *Venture Capital*. Empreendedorismo. Empresas brasileiras inovadoras. Empreendimento de alto-impacto.

### 1 Introdução

Considerando que a indústria de PE/VC (*Venture Capital* e *Private Equity*) no mundo desenvolvido tenha em torno de 70 anos, no Brasil é algo relativamente novo com, aproximadamente, 20 anos de atuação. Especificamente as *Venture Capitals* (VCs) só possuem atuação expressiva no Brasil na última década (Ramalho, Furtado e Lara, 2011).

No contexto brasileiro pouco se sabe sobre o que investidores VCs buscam nas *start-Ups* e, da mesma forma, quais os critérios de escolha das *start-ups* que buscam investimento VC. O objetivo desta pesquisa exploratória é investigar quais são os principais fatores de decisão nas óticas do investidor (VC) e do investido (*start-up*) que foram considerados para efetivação do *matching* na formação da sociedade empresarial.

O processo de *matching* entre investidor e investido foi investigado através de uma amostra de conveniência de 4 VCs baseadas em São Paulo. A partir dos investidores foi usado o método de *snowball* para acessar as *start-ups*, investidas. Ao longo de três meses (de agosto a outubro de 2013) foram realizadas 14 (quatorze) entrevistas individuais resultando em um

<sup>1</sup> Mestre em Administração de Empresas FGV-EAESP. CEO Athenas Logistics Technology. mbcs@hotmail.com

<sup>2</sup> Pós-Doutorado Estratégia Empresarial FGV-EAESP. Professor FGV-EAESP gilberto.sarfati@fgv.br

total de (nove) *matchings*. As entrevistas foram semiestruturadas com investidores e empreendedores, até a saturação alcançada.

O artigo conclui que tanto para investidores quanto para investidas os fatores humanos e relacionais são centrais para compreender a razão do *matching*. Investidores buscam empreendedores com capacidade e atitude para realizarem negócios de alto impacto enquanto as *start-ups* buscam investidores que ajudem na gestão e no *networking* da empresa. O artigo contribui para a compreensão do processo decisório de investimento VC no contexto brasileiro.

## 2 Referencial Teórico

Como afirmam Gompers e Lerner (1998), muitas empresas requerem um substancial volume de capital para financiarem o crescimento. Especificamente as empresas inovadoras e em fase de *start-ups* são, na sua maioria, caracterizadas por ativo intangível e o alto grau de incerteza, o que amplia a percepção de risco do negócio.

VC é uma forma de investimento especializada e que desempenha um papel importante para o processo de empreendedorismo (BRUTON; AHLSTROM; PUKY, 2009; FITZA, MATUSIK; MOSAKOWSKI, 2009). As VCs atuam numa indústria de relevância, pois na economia da informação as inovações e novas tecnologias são, na sua maioria, oriundas de empresas *start-ups* com grande potencial de crescimento (SHAPIRO; VARIAN, 1999),

No Brasil, vimos, com a estabilidade econômica ocorrida nos idos dos anos 90, um ambiente propício para o desenvolvimento de oportunidades ao empreendedor. Com a estabilidade há uma conseqüente redução das incertezas, que para o empreendedor é fator chave para o entendimento e determinação dos riscos do seu negócio. Além disso, foi visto, ao longo dos anos, o processo de evolução das instituições econômicas que, segundo Zacharakis, Macmullen e Shepherd, (2007), representam as ‘regras do jogo’, que provêm incentivos e reduzem incertezas ao acessar os custos de transação como: custos de se proteger direitos, de se policiar e de se obrigar a aplicação dos acordos.

Para o desenvolvimento das VCs e de um ambiente mais propício às *start-ups*, o governo brasileiro desenvolveu políticas próprias de financiamento, como é o caso da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), empresa pública de fomento à ciência, tecnologia e inovação. Ao criar o programa INOVAR em 2001, contribuiu para consolidar a indústria de VCs no Brasil e o fomento de empreendedorismo de alto-impacto.

Apesar de ser considerado um instrumento financeiro, as VCs não se resumem a apoiar o empreendedor exclusivamente pela capitalização da *start-up*. Como afirmam Botelho e Jonathan (2006) em sua pesquisa, os principais fatores que determinam a decisão dos empreendedores quando escolhem uma VC são, por ordem de importância:

- 1- Parceria no planejamento estratégico
- 2- Renovação estratégica
- 3- Crescimento de curto prazo
- 4- Conformidade com as tendências do mercado
- 5- Falta de alternativas de financiamento
- 6- Ganhos pessoais

Ou seja, a questão de uma alternativa financeira aparece na quinta posição do *ranking* da pesquisa, o que indica que outros fatores ligados à estratégia são mais importantes do que o próprio capital.

Hsu (2004) demonstra empiricamente que a oferta de um financiamento por uma VC de boa reputação tem três vezes mais chances de ser aceita do que uma sem reputação. São os ganhos de credibilidade e de *networking*. Em outras palavras, se há diferenciação entre VCs, não se pode considerar que o capital represente algum diferencial. Além disso, a pesquisa mostra que as melhores VCs acabam recebendo desconto das *start-ups* na formação do preço (*valuation*) para definição do aporte de capital.

De forma consolidada, pode-se apontar a experiência, o conhecimento e o *networking* como diferenciais a serem explorados em maior ou menor intensidade por VCs e empreendedores. Soresen (2007), por exemplo, em sua pesquisa demonstra como as VCs mais experientes acabam por atrair mais empreendedores.

Especificamente ao falar do papel das VCs junto às empresas de tecnologia de alto impacto, Timmons e Bygrave (1986) afirmam terem observado que há um “efeito de aceleração” oriundo do envolvimento das VCs na “criação” das *start-ups*. Em suma, esses fatores deverão influenciar a decisão de escolha das *start-ups* pela VC de preferência.

Ainda que o papel da VC extrapole a visão única de aporte de capital, Botelho e Jonathan (2006) constataram em sua pesquisa que há por parte dos empreendedores brasileiros uma tendência de se gerar “mal entendidos a respeito da natureza e papel” das VCs. Esse fato coloca uma questão importante quanto às expectativas dos empreendedores ao realizarem a parceria. O empreendedor pode considerar que as VCs serão fontes seguras de recursos (administrativos e financeiros), sem levar em conta que estão assinando um contrato em que as próprias VCs terão participação ativa no controle das empresas e em algumas ações estratégicas da administração. Pode-se inferir que a baixa maturidade da indústria no país seja o principal fator contribuinte para esta visão limitada.

Seguindo o conceito do papel da VC, além da óbvia injeção de capital, no estudo de Amit, Glosten e Muller (1990) há um questionamento importante quanto à escolha dos empreendedores por buscar o aporte via VCs. Será que há de fato valor na relação com a VC? Também em Fitza (2009), a pergunta principal é o próprio título da pesquisa – “As VCs são importantes?”. O autor conclui dizendo que VCs fazem diferença, mas o principal fator de sucesso é a empresa e seus recursos. Mesmo as situações de mercado podem explicar melhor os bons resultados da empresa do que o fato de ser investido por uma VC.

Se para os empreendedores experientes o objetivo pela busca de uma VC está além do aporte de capital, por outro lado, autores como Meade (1978) afirmam que o objetivo das VCs ao financiarem *start-ups* tem foco na racionalidade financeira de quanto maior é o risco, maior deverá ser o retorno para compensá-lo.

Partindo dessa visão, as VCs buscam em suas escolhas encontrar negócios que representem retornos acima da média de mercado e que reduzam ou mitiguem os riscos envolvidos. Na essência, o foco nos riscos será o grande diferencial para o sucesso das escolhas de investimento de uma VC. Macmillan, Siegel e Narasimha (1985) afirmam que as VCs devem olhar o investimento a partir de 6 categorias de riscos: risco de perder o investimento inteiro; risco de não conseguir uma saída de liquidez; risco de falha de implementação da ideia; risco competitivo; risco da falha do gerenciamento; e risco da falha de liderança.

Além dos riscos acima relacionados, há também exposição aos comportamentos oportunistas por parte do empreendedor. Os empreendedores em alguma medida conhecem

melhor sobre sua capacidade de gestão e sobre seu negócio e, por isso, podem usar essa assimetria informacional a seu favor e de forma oportunista (seleção adversa e risco moral) como explicam Shane e Cable (2002). Os autores afirmam que de forma racional, para se evitar esse oportunismo, as VCs buscam contratos, estabelecer fases para capitalização e deslocamento do risco. Além disso, defendem que o relacionamento (*social ties* e *social obligation*) serve para essa mitigação. Entende-se, a partir dos autores citados, que ambas visões econômicas e sociais devem ser consideradas para que a avaliação seja completa.

Já Sahlman (1990) sugere que são, principalmente, os contratos entre VCs e empreendedores a forma de se regular essa relação. Em geral, esses autores afirmam que os contratos devem trabalhar os seguintes dispositivos:

- 1) Criar estágios para o compromisso do capital e preservar a opção de abandonar o negócio,
- 2) Criar um sistema de compensação diretamente ligado à criação de valor,
- 3) Envolver-se na administração para o apoio e monitoramento da gestão,
- 4) Preservar maneiras de forçar a gestão a distribuir resultados e de saída para o investimento.

Além da questão jurídico-contratual que, em grande medida, dependerá de instituições que deem validade ao processo. Outros estudos levantam a questão do relacionamento entre indivíduos no processo de escolha, visando à mitigação de riscos. Conhecer e estreitar laços aumentam as obrigações sociais e reduzem o custo de se obter informações. Por meio de entrevistas Shane e Cable (2002) concluíram que as empresas que não conseguiram financiamento eram de fora do círculo social de conhecimento de financiadores (VCs, por exemplo). Segundo os autores, essa relação pode reduzir algumas incertezas e assimetria informacional. Também, ajuda no processo de “generosidade” entre as partes, que se pode traduzir também como um processo de colaboração.

Em suma, o processo decisório de escolha entre empreendedores e VCs possui elementos econômicos, jurídicos e sociais. A colaboração, por sua vez, pode apoiar em grande medida os processos decisórios e de formalização da sociedade no negócio. Ainda, como defende Cable e Shane (1997), a colaboração pode explicar como as VCs atuam em ambientes institucionais diferentes dos países desenvolvidos.

### 3 Metodologia

Este estudo trata de uma pesquisa qualitativa, exploratória. Assim, emprega-se o raciocínio indutivo a partir do estudo de casos de relacionamento entre VCs e *start-ups*. O foco está no processo decisório dos gestores das VCs e dos empreendedores em *start-ups* quando estão em busca de realizarem um negócio em conjunto (*matching*).

O método oferece uma aplicação interessante para pesquisas com caráter descritivo e com enfoque na interpretação dos dados. Na prática para este trabalho, dado o histórico da indústria de VC no Brasil e, o número relativamente baixo de publicações na área no país, o método permite a identificação de padrões e processos aplicados pelos atores no contexto brasileiro.

A técnica empregada para coleta de dados foi a de entrevistas em profundidade. Como explica Godoy (1995), esta é a forma mais comum de coleta de dados nos estudos de caso. Para a pesquisa, utilizou-se um roteiro para entrevistas individuais semiabertas, uma vez que permitem as discussões e interações entre atores. Conforme explica Vergara (2009), “como

em entrevistas podem ocorrer insights ao entrevistador durante a sua ocorrência, a semiaberta permite o aproveitamento desses insights para recompor o roteiro, enriquecendo a coleta de informações”. Por fim, por meio das perguntas e dos registros detalhados dos entrevistados buscou-se gerar informações relevantes a serem tratados na pesquisa.

Em suma, na estrutura semiaberta de entrevistas houve uma busca pela narrativa das experiências e relatos das ações dos investidores e dos investidos. A intenção era de se capturar uma sequência de ações e fatores de decisões que pudessem ser formatados num processo ou padrão.

O foco da pesquisa está nas *start-ups* e VCs que atuam no mercado brasileiro, onde pesquisas sobre atuação da indústria de VC é relativamente jovem e pouco explorada. Dessa forma, partiu-se de uma amostra de conveniência de VCs baseadas em São Paulo que investem em empresas de tecnologia, porém de setores distintos. A partir dessas, utilizou-se o método de *snowball* para se incrementar a amostra. Ou seja, por meio da interação com a VC, solicitou-se o acesso às *start-ups*, investidas.

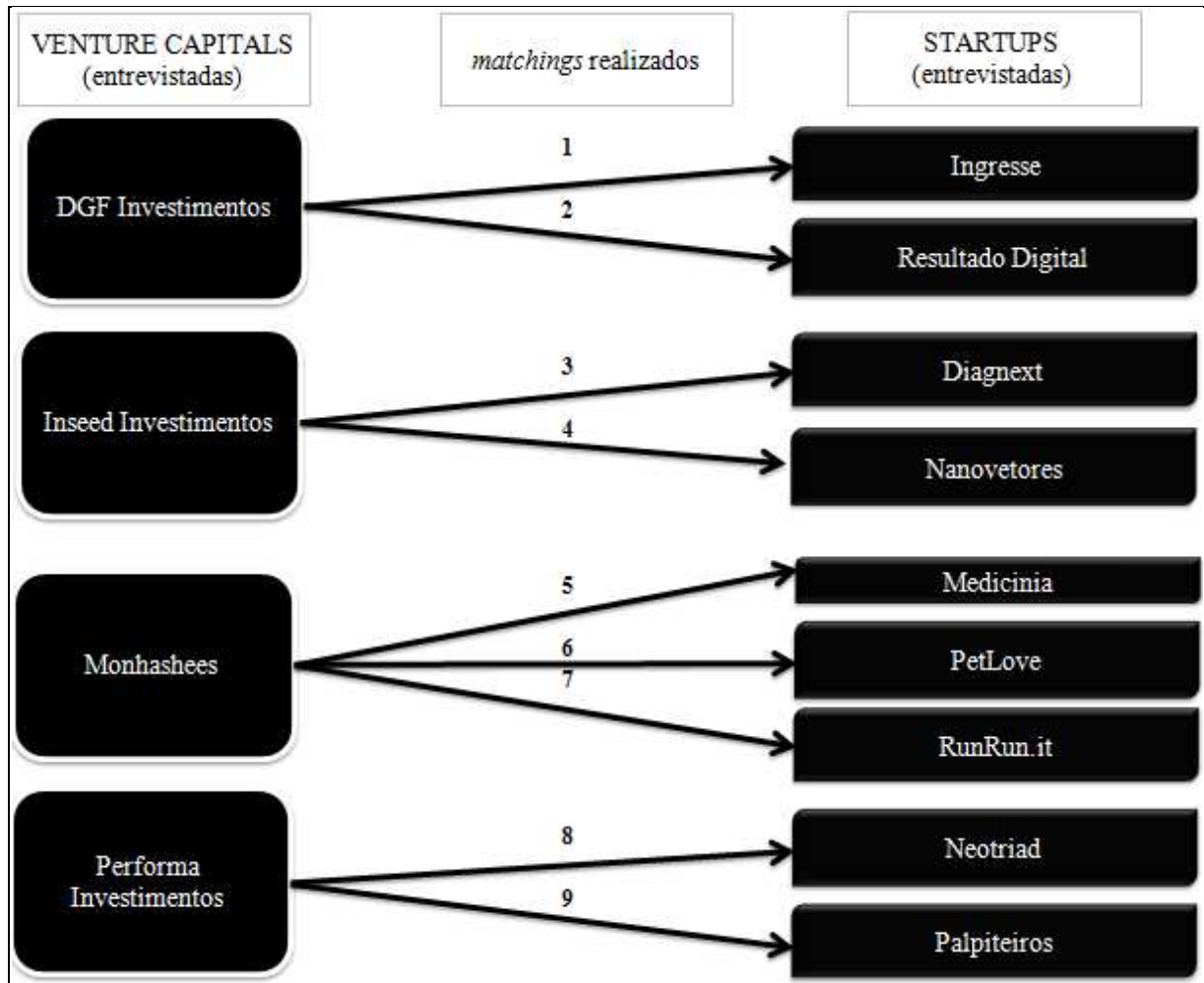
Vergara (2009) explica que o número de entrevistas deve prosseguir enquanto houver novas perspectivas e informações originais. Por outro lado, deve se encerrar quando as informações forem redundantes, ou seja, chegou-se ao ponto de saturação. Em suma, na pesquisa, a saturação ocorreu quando foram observados padrões e processos claros sob as duas óticas.

Para determinação de qual *start-up* indicar, solicitou-se que às VCs recomendassem casos de negócios em que tenham participado há pouco tempo (até dois anos). A intenção era de se capturar as considerações mais recentes, ainda que o negócio não estivesse amadurecido. Com a amostra inicial definida, aplicou-se a entrevista (semi-estruturada) junto aos principais atores, ou seja, os *decision makers* - por parte das VCs - e os sócios “empreendedores” - pelas *start-ups*. Importante mencionar que as entrevistas foram realizadas separadamente, com empreendedores e com as VCs.

Ao longo de três meses (de agosto a outubro de 2013) foram realizadas 14 (quatorze) entrevistas individuais. Dessas, 4 (quatro) foram realizadas junto aos gestores das VCs e 10 (dez) foram junto aos fundadores e diretores das *start-ups*. Houve um caso de *start-up* (Diagnext) no qual foram realizadas duas entrevistas, primeiro com um Diretor e, depois, com o Sócio, a fim de se complementarem as informações.

Conforme mencionado, foi considerado na seleção da amostra o critério de escolha de *matchings* de negócios entre Investidor e Investido ocorridos nos últimos 2 (dois) anos. Assim, foram totalizados 9 (nove) *matchings*, conforme descrito abaixo no Esquema 1.





Esquema 1 – *Matchings* das entrevistas consideradas para a pesquisa  
FONTE: entrevistas com VCs e *Start-ups*. Análise própria

A partir das entrevistas realizadas, foi possível elaborar a formatação dos processos de decisão de ambos, VC e *start-ups*, quando interagindo no ambiente de negócios brasileiro. A construção das etapas desses processos aconteceu por meio da busca por padrões nas respostas das entrevistas. Ou seja, ao longo das várias entrevistas, buscou-se o refinamento das respostas para que fossem demonstrando tendências e esclarecendo os padrões do processo de decisão dos indivíduos.

Por fim, as questões éticas previstas foram tratadas por meio do sigilo, com publicação apenas das informações e citações, que foram previamente acordadas, por escrito, pelos entrevistados. Por não terem sido autorizadas pelos entrevistados, a pesquisa não apresenta as transcrições na íntegra das entrevistas gravadas. Vale ainda mencionar que as empresas foram escolhidas com base na aceitação de participarem espontaneamente da pesquisa.

A análise de dados começou a ser trabalhada ao longo das entrevistas. Como ressalta Creswell (2010), “a análise dos dados é um processo contínuo durante a pesquisa”. Na pesquisa qualitativa exploratória há uma interação grande entre a elaboração dos resultados e sua revisão ao longo do processo de coleta de dados. Assim, a ideia é a busca por códigos,

categorias e propriedades que sejam relacionáveis e, que assim, constituam as bases teóricas durante a análise.

Ou seja, a partir do método indutivo, elaborou-se uma visão sobre o processo de decisão das VCs e das *start-ups*, sob o contexto brasileiro. Ainda, ao longo da análise dos dados coletados, quando as informações não pareciam conclusivas houve a complementação da amostra com a inclusão de mais entrevistas até o ponto de saturação, conforme previamente indicado. Houve também em alguns casos o *feedback* junto aos entrevistados para se confirmarem registros e se validarem padrões construídos.

#### 4 Discussão dos resultados

Os empreendedores, segundo as gestoras são capazes de gerar uma diferenciação importante que pode representar o sucesso do empreendimento e até conceber vantagens competitivas importantes ao negócio. Em geral, as VCs entrevistadas trabalham de forma a observar os mercados e tendências e, a partir dessa prospecção, fazem contato com vários empreendedores em busca daquele que poderá fazer a diferença naquele mercado. Vários adjetivos foram observados ao longo das entrevistas para qualificar os que as VCs buscam num empreendedor, como: pró-atividade, respeito, senso de dono, iniciativa, resiliência, energia empreendedora. Também, descreveram o que percebem como deméritos: teimosia, muito controle e baixo espírito de equipe.

Em resumo, as gestoras (VCs) descrevem que é preferível investir num empreendedor bom que tenha um produto ou modelo de negócio regular, do que o inverso. O argumento é que a capacidade de gestão e de empreender do indivíduo pode fazer a diferença num processo tão arriscado e volátil como o das *ventures*.

Gestoras (VCs)	Fatores do Processo Decisório (escala decrescente por importância relativa)		
Performa Investimentos	1 Empreendedor e/ou Equipe	Mercado	Tecnologia
	2 Competitividade do setor		
	3 Outros		
DGF Investimentos	1 Empreendedor e/ou Equipe		
	2 Mercado		
	3 Modelo de negócio		
Monashees Capital	1 Empreendedor e/ou Equipe	Mercado	
	2 Modelo de negócio		
Inseed Investimentos	1 Empreendedor e/ou Equipe		
	2 Mercado		
	3 Modelo de negócio		
	4 Risco		

Quadro 1- Fatores do Processo decisório das VCs (enumerados por ordem de relevância)

FONTE: entrevistas com VCs. Análise própria.

Na sequência, observou-se que o vetor do mercado e suas características (estrutura, tamanho, escalabilidade, potenciais concorrentes, oportunidades e ameaças) são considerados tão importantes ou como o segundo fator mais importante, depois do empreendedor (Quadro 1).

O terceiro fator mais relevante nas escolhas das VCs diz respeito ao modelo de negócio. Este está num campo estratégico-tático, que descreverá como *start-up* planeja crescer, acessar o mercado, quanto gastarão e, como (e quanto) esperam monetizar por meio do (s) produto (s) e/ou serviço (s) oferecido (s). Aqui, em suas análises as VCs buscam recorrência de receita, escalabilidade e crescimento rápido. Muitas vezes o modelo de negócios se torna um importante ponto de partida das discussões entre VCs e empreendedores.

Seguem abaixo ainda, outros fatores que foram identificados nas entrevistas junto às VCs como também relevantes em seus processos decisórios.

- i. Tecnologia – a busca de tecnologias inovadoras e patentes que possam criar barreiras à entrada e/ou reservas de mercado são consideradas especificamente por VCs que tenham teses com foco em tecnologias inovadoras. Contudo, pode-se entender também que esse fator esteja inserido no modelo de negócios da *start-up*. Ou seja, poderia ter sido considerado já no fator de modelo de negócio.
- ii. Opinião de especialista – no sentido de curadoria, alguns especialistas orientam VCs sobre determinadas indústrias e segmentos, bem como sobre os empreendedores ou empresas que possuem a melhor formação para atingirem metas e desenvolverem seus negócios. Dependendo da reputação da fonte, esse fator torna-se muito relevante para o fechamento de um negócio. Conforme visto em estudos como: Milanov e Shepherd (2013), Batjargal (2007), Shane e Cable (2002), a referência é um fator relevante, principalmente em países com ambiente institucional pouco desenvolvido.

Outros dois fatores identificados nas entrevistas, mas que podem ser qualificados como restrições durante o processo de escolha, são:

- i. Risco do portfólio – em geral, os fundos buscam acrescentar ao seu portfólio *start-ups* que ajudem no processo de diversificação do fundo a fim de diluir risco. Assim, a análise passa por uma avaliação de risco de constituição do portfólio do fundo como um todo.
- ii. *Timing* – ainda que as avaliações dos fatores relevantes pareçam positivas para a realização do investimento, o tempo para tomada de decisão do fundo pode não ser aderente ao prazo necessário para se discutir o investimento com a *start-up*.

Como observado nos resultados discutidos acima, o fator humano é o mais importante no processo de decisão das VCs. Em outras palavras, o empreendedor e a equipe da *start-up* são considerados os vetores mais importante para o sucesso de um negócio. À luz dessa constatação, pergunta-se: como as VCs realizam a avaliação desse fator complexo e subjetivo?

Ao longo das entrevistas, foi constatado que a avaliação das pessoas (empreendedores) é algo sistematizado. Observou-se que as VCs elaboram alguns processos objetivos para identificar, selecionar e avaliar os empreendedores, bem como suas equipes (quando há uma). Ou seja, buscam referências com quem trabalhou com o empreendedor, ou alguém próximo do mesmo que possa passar uma opinião honesta sobre a pessoa.



É comum também as VCs contratarem empresas de avaliação de perfil para determinarem as principais características do empreendedor. Em geral, características como: competência técnica, valores, magnetismo, energia empreendedora, autonomia, senso de dono, flexibilidade, foram apontadas como as principais características a serem observadas.

Além disso, ao longo das etapas de relacionamento e negociação, há um processo natural para as VCs pesquisadas de evolução do relacionamento entre as pessoas. Esse processo é importante tanto para a avaliação do empreendedor pela VC, quanto para a avaliação da VC pelos empreendedores.

Para as VCs, há um investimento de tempo e recursos para se conhecer mais a fundo os empreendedores, suas características e estilo. Trata-se de um processo racional de redução de assimetria informacional.

Em suma, as VCs acessam informações sobre os empreendedores de forma sistematizada para poderem tomar a decisão. A questão do desenvolvimento do relacionamento tem em uma das suas vertentes o objetivo de reduzir a assimetria informacional presente no início da relação investidor e investido.

Para iniciar a busca e desenvolver um relacionamento investidor e investido, os empreendedores afirmam que precisam saber exatamente o que querem para seus negócios, basicamente se referindo à visão estratégica e ao modelo de financiamento. Em outras palavras, considerando que o empreendedor conheça seu negócio, este entenderá quando e como deverá se aliar a uma VC para atingir seus objetivos estratégicos. Assim, essa tomada de decisão de aceitar discutir o financiamento via VC é entendida na pesquisa como o ponto de início do processo e não como fator de escolha.

Ao se considerar a questão do “autoconhecimento” como uma premissa para que empreendedores aceitem um sócio VC, pode-se listar que os fatores mais importantes para escolha da VC na visão dos empreendedores, são (listado por ordem decrescente, baseado em número de menções durante as entrevistas):

- i. Relacionamento com os gestores dos fundos e, capacidade de agregar tecnicamente ao negócio
- ii. Termos da negociação e, alinhamento estratégico
- iii. *Networking* da indústria
- iv. Reputação do fundo

Os quadros 2 e 3 demonstram esses resultados compilados por *start-up*.

Empreendedores Startup	Fatores do Processo Decisório (escala decrescente por importância relativa)
Triad	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Termos da negociação (controle)</li> <li>2 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor</li> <li>3 Conhecer o próprio negócio e estar preparado</li> <li>4 relacionamento com os gestores do fundo</li> </ol>
Palpiteiros	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor</li> <li>2 networking na indústria</li> </ol>
Ingresso	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor</li> <li>2 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída)</li> <li>3 relacionamento com os gestores do fundo</li> <li>4 termos da negociação (controle)</li> </ol>
Medicina	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Relacionamento com os gestores do fundo</li> <li>2 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída)</li> <li>3 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor</li> </ol>
Resultado Digital	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Relacionamento com os gestores do fundo</li> <li>2 Conhecer o próprio negócio e estar preparado</li> <li>3 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída)</li> </ol>

Quadro 2- Fatores do Processo decisório das *start-ups* – Parte 1 de 2 (enumerados por ordem de relevância)  
 FONTE: entrevistas com *start-ups*. Análise própria

Empreendedores Startup	Fatores do Processo Decisório (escala decrescente por importância relativa)
Petlove	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Relacionamento com os gestores do fundo</li> <li>2 Alinhamento estratégico (crescimento, entrada, saída</li> <li>3 termos da negociação (controle)</li> </ol>
Nanovetores	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor</li> <li>2 networking na indústria</li> <li>3 Reputação do fundo</li> </ol>
Diagnext	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Relacionamento com os gestores do fundo</li> <li>2 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor</li> <li>3 networking na indústria</li> </ol>
RunRun.it	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Relacionamento com os gestores do fundo</li> <li>2 networking na indústria</li> <li>3 Capacidade de agregar tecnicamente ao negócio do empreendedor</li> <li>4 flexibilidade para fazer o follow on</li> <li>5 termos da negociação (controle)</li> </ol>

Quadro 3 - Fatores do Processo decisório das *start-ups* – Parte 2 de 2 (enumerados por ordem de relevância)  
 FONTE: entrevistas com *start-ups*. Análise própria

Nos quadros 2 e 3, estão compiladas as respostas dos empreendedores para a pergunta genérica sobre o que o empreendedor deve considerar como fator para a decisão de escolha da VC. Ou seja, os empreendedores eram alertados para não pensarem especificamente em seus processos, mas apontassem quais são os fatores de decisão importantes quando um empreendedor está em busca de um sócio VC, ainda que não tivessem seguido esses fatores.

O “relacionamento com os gestores dos fundos” foi apontado pelos empreendedores como um dos determinantes essenciais para que o negócio ocorra. Segundo comentários gerais dos entrevistados, é preciso haver empatia e confiança nessa relação. Sem isso, não há possibilidade de qualquer outro fator determinar a escolha.

Para o empreendedor há a necessidade de se criar confiança e se reduzir assimetria informacional (sobre a indústria e o próprio fundo). Afinal, na prática, irão adicionar um novo sócio à sua empresa. Assim, trata-se de um relacionamento com perfil de colaboração entre as partes.

Também posicionado como um fator determinante de mesma importância para a escolha da VC, os empreendedores mencionaram “a capacidade da VC em agregar

tecnicamente ao negócio”. Ora pelo conhecimento de gestão de negócios, da utilização da rede de contatos de especialistas (mentores, consultores), ou por meio do conhecimento técnico da VC sobre determinada indústria e/ou tecnologia, os empreendedores contam com as VCs para “coempreenderem”.

Na sequência dos fatores de escolha estão os termos da negociação e o alinhamento estratégico, alinhados sob a mesma relevância. Paralelamente ao fator dos termos, o alinhamento estratégico diz respeito à visão de futuro da empresa. Pontos como: qual mercado prospectar, qual deverá ser o ritmo de crescimento da empresa, como e quando realizar a internacionalização das operações, são alguns dos itens mencionados nas entrevistas. Em suma, segundo os empreendedores, a VC deve compartilhar e comungar das mesmas visões.

Outro fator importante é o *networking* da indústria. Com esse fator, os empreendedores estão em busca de utilizar a rede de negócios da VC para prospectar mercado, clientes, fornecedores e parceiros. Assim, acelerar o processo de crescimento, geração de receita e a escalabilidade do negócio.

Ainda nas entrevistas, algumas *start-ups* mencionaram especificamente a “reputação do fundo” como um fator importante. A ideia do empreendedor com isso é de se apropriar de uma transferência de reputação, como uma chancela, um selo de qualidade. Além disso, a questão da reputação apareceu em outras duas situações durante as entrevistas: i) quando alguns empreendedores mencionavam que checaram informações sobre a reputação do fundo, e, ii) quando em alguns casos a boa reputação do fundo atraiu positivamente outros investidores para futuras rodadas de aporte (*follow-on*) ou mesmo internacionalização do negócio.

Na perspectiva do empreendedor, a forma de interagir com as VCs e a leitura do perfil de cada uma determinarão sua reputação. Esta, por fim, deverá se confirmar ao longo das interações e acabará por determinar a atratividade daquela VC para o empreendedor.

## 5 Conclusões

Esta pesquisa exploratória investigou os fatores de *matching* investidores (*Venture Capitals*) e investidos (*Start-ups*) paulistas. Foi possível concluir que os fatores de decisão das VCs paulistas estudadas na comparação com os resultados encontrados em Zacharakis, Macmullen e Shepherd, (2007) e Batjargal (2007), o peso relativo maior dado ao fator humano e a importância da questão relacional. Ou seja, dado o ambiente institucional pouco desenvolvido, nos países pesquisados como China, Rússia, Coreia do Sul, bem como nos resultados desta pesquisa sobre o Brasil, o fator humano (empreendedor) tem um peso relativo maior quando comparado com pesquisas sobre VCs em países desenvolvidos. Dado que a questão institucional é uma ameaça ao desenvolvimento de negócios, há uma atenção diferenciada da VC na relação junto ao empreendedor.

Além disso, o empreendedor espera que haja mais apoio da VC ao seu trabalho de gestão do negócio. Como na pesquisa de Ahlstrom e Bruton (2006), as relações (prévias e/ou novas) se desenvolvem para cobrir o hiato institucional do país. O desenvolvimento das relações entre investidor e investido mitiga riscos de seleção adversa, risco moral e reduz assimetria informacional.

Ainda sobre o empreendedor, foi possível concluir que a busca por capital não é o principal fator para escolha de uma VC. Novamente, a questão do relacionamento (fator humano) aparece como principal fator de escolha, juntamente com o apoio ao negócio. Ou

seja, os empreendedores contam com uma atitude de “coempreendedorismo” por parte das VCs, eles não se preocupam com questões relacionadas à possível perda de controle do negócio. Deliberadamente, esperam que as VCs possuam um papel importante de agregar valor e competências aos seus negócios.

Em geral, os empreendedores se demonstraram satisfeitos com suas escolhas e apontaram o relacionamento (confiança, empatia, reputação) com a VC como parte desse resultado. Aqueles empreendedores que sentiram falta desse relacionamento de apoio dizem que se arrependem de não terem escolhido VCs que atuassem mais próximas aos empreendedores. Por fim, recomendaram que a escolha fosse, principalmente, feita a partir dos fatores de (bom) relacionamento e apoio ao negócio.

Nota-se que comparativamente às VCs, os empreendedores ainda estão em processo de conhecimento dessa indústria. Em geral, nas entrevistas eles expressaram suas experiências de hoje. Por outro lado, pontuaram que poderiam ter passado pelo processo junto às VCs de forma mais madura se conhecessem melhor sobre esse relacionamento à época do início das discussões. Essa constatação é espelho de uma indústria relativamente nova em sua atuação no Brasil, e pode ser considerada parte do processo natural de amadurecimento desse mercado.

Em suma, investidores e investidos atuando no ambiente institucional brasileiro tratam a questão humana como o principal fator para suas escolhas. Por isso, focam suas ações no desenvolvimento do relacionamento entre si. Concluí-se que a efetivação do *matching* em determinado negócio é, em grande parcela, dependente desse fator sob as duas perspectivas, do investidor e do investido.

Considerando as confirmações acima mencionadas, pode-se concluir que o objetivo principal deste trabalho foi alcançado.

Vale mencionar algumas limitações deste trabalho, como: amostra relativamente reduzida (foram entrevistadas somente nove pares), interpretação dos dados (já que o processo de saturação e compilação dos dados é de critério nosso) e, problemas de viés na escolha da amostra (*auto-seleção* por parte das VCs, que indicaram suas investidas).

Por fim, é importante também mencionar a recomendação para futuras pesquisas, que venham a complementar este trabalho, como: a) responder de forma objetiva se as expectativas antes e depois do aporte foram alcançadas, do ponto de vista de VCs e *start-ups*. b) avaliar o sucesso dos *matchings* que foram pesquisados neste trabalho, a fim de avaliar se as escolhas podem interferir de alguma forma no resultado do negócio e, c) quantificar o peso dos fatores de decisão de forma a qualificar detalhadamente os resultados.

## 7 Referências Bibliográficas

AHLSTROM, David; BRUTON, Garry D. *Venture Capital* in Emerging Economies: Networks and Institutional Change. **Entrepreneurship Theory and Practice**, p. 299–321, 2006.

AMIT, Raphael; GLOSTEN, Lawrence; MULLER, Eitan. Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing. **Management Science**, v. 36, n. 10, p. 1232–1245, 1990.



BATJARGAL, Bat. Network Triads: Transitivity, Referral and *Venture Capital* Decisions in China and Russia. **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 6, p. 998–1012, 2007.

BOTELHO, Antonio J. J.; JONATHAN, Eva G. Brazilian high-tech entrepreneurs perceptions and attitudes towards *Venture Capital*. **International Journal Entrepreneurship and Innovation Management**, v. 6, n. 4/5, p. 356–368, 2006.

BRUTON, Garry D.; AHLSTROM, David; PUKY, Tomas. Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures□: A comparison in of the *Venture Capital* industries in Latin America and Asia. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 5, p. 762–778, 2009.

CABLE, Daniel M.; SHANE, Scott. A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-*Venture Capitalist* Relationships. **The Academy of Management Review**, v. 22, n. 1, p. 142–176, 1997.

CRESWELL, John W. Projeto de Pesquisa Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto. 3 edição. Porto Alegre: ARTMED Editora S.A., 2010.

FITZA, Markus; MATUSIK, Sharon F.; MOSAKOWSKI, Elaine. Do VCs Matter? The Importance of Owners on Performance Variance in *Start-up* Firms. **Strategic Management Journal**, v. 404, n. November 2008, p. 387–404, 2009.

FRIED, Vance H. HISRICH, Robert D. The *Venture Capitalist*: A relationship Investor. **California Management Review**, v. 37, n. 2, p. 101–113, 1995.

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

GODOY, AS. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. Revista de administração de empresas, 1995. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000200008&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000200008&script=sci_arttext)>. Acesso em: 13 Out. 2013.

GODOY, AS. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. Revista de administração de empresas, 1995. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000300004&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000300004&script=sci_arttext)>. Acesso em: 13 Out. 2013.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh; BLAIR, Margaret M *et al*. What Drives *Venture Capital* Fundraising? **Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics**, v. 1998, n. 1998, p. 149–204, 1998.

GOMPERS, Paul A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of *Venture Capital*. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1461–1489, 1995.

HSU, David H. What Do Entrepreneurs Pay for *Venture Capital* Affiliation? **Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1805–1844, 2004.

MACMILLAN, I A N C; SIEGEL, Robin; NARASIMHA, P N Subba. Criteria Used by Ventures Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. **Journal of Business Venturing**, v. 128, n. 1, p. 119–128, 1985.

MEADE, Nigel. Decision Analysis in *Venture Capital*. **The Journal of the Operational Research Society**, v. 29, n. 1, p. 43–53, 1978.

MILANOV, Hana; SHEPHERD, DA. The importance of the first relationship: The ongoing influence of initial network on future status. **Strategic Management Journal**, v. 750, n. October 2012, p. 727–750, 2013. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2109/full>>. Acesso em: 10 Set. 2013.

RAMALHO, Caio; FURTADO, Cláudio Vilar; LARA, Rodrigo. A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* - 2º censo brasileiro. p. 1–436, 2011. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/8419>>.

ROBINSON, R. J.; WASSERMAN, N. Venture Capital Negotiations: VCs x Entrepreneurs. *Harvard Business School Cases*, n.1, oct. 1999.

SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X90900658>>.

SHANE, Scott; CABLE, Daniel. Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. **Management Science**, v. 48, n. 3, p. 364–381, 2002.

SHAPIRO, Carl; VARIAN, Hal R. **Information Rules: A Strategic Guide to the Network Economy**. Boston: Harvard Business Review Press, 1999.

SHEPHERD, Dean A. *Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival*. **Management Science**, v. 45, n. 5, p. 621–632, 1999.

SORESEN, Morten. How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of *Venture Capital*. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 6, p. 2725–2762, 2007.

TIMMONS, Jeffry A.; BYGRAVE, William D. *Venture Capital's role in financing innovation for economic growth*. **Journal of Business Venturing**, v. 1, n. 2, p. 161–176, 1986. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0883902686900121>>.

ZACHARAKIS, Andrew L .; MCMULLEN, Jeffery S .; SHEPHERD, Dean A . *Venture Capitalists' Decision Policies across Three Countries* □: An Institutional Theory Perspective. *Journal of International Business Studies*, v. 38, n. 5, p. 691–708, 2007.