



**Augusto Ferreira da Costa Neto**

**Gestores de Fundos de *Venture Capital*  
influenciam a curva de crescimento das  
empresas inovadoras? Evidências do  
Programa INOVAR**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial  
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de  
Pós-Graduação em Engenharia de Produção do  
Departamento de Engenharia Industrial da PUC-Rio.

Orientador: Prof. José Paulo Teixeira

Rio de Janeiro  
Julho de 2014



**Augusto Ferreira da Costa Neto**

**Gestores de Fundos de *Venture Capital*  
influenciam a curva de crescimento das  
empresas inovadoras? Evidências do  
Programa INOVAR**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção do Departamento de Engenharia Industrial da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Prof. José Paulo Teixeira**

Orientador

Departamento de Engenharia Industrial – PUC-Rio

**Prof. André Barreira da Silva Rocha**

Departamento de Engenharia Industrial – PUC-Rio

**Prof. Marcelo Cabús Klötzle**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Dr<sup>a</sup>. Denise Cristiano Reigada**

Finep – Inovação e Pesquisa

**Prof. José Eugênio Leal**

Coordenador Setorial do Centro

Técnico Científico - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 1º de julho de 2014

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

## Augusto Ferreira da Costa Neto

Graduado em Engenharia Industrial pelo CEFET-RJ em 1995, com especialização em Estratégias de Gestão pela Escola Politécnica da UFRJ em 2008. Possui experiência em empresas públicas e privadas, tais como Mercedes-Benz do Brasil, Petrobrás Distribuidora e Vale S.A., onde atuou por mais de onze anos, sendo os últimos quatro nas áreas de gestão de desempenho e orçamento empresarial. Foi professor do MBA em Finanças da Universidade Gama Filho e do Centro Universitário da Cidade. Desde 2012 é Gerente do Departamento de Investimento em Participações da Finep –Inovação e Pesquisa.

### Ficha Catalográfica

Costa Neto, Augusto Ferreira da

Gestores de Fundos de Venture Capital influenciam a curva de crescimento das empresas inovadoras? Evidências do Programa INOVAR / Augusto Ferreira da Costa Neto ; orientador: José Paulo Teixeira. – 2014.  
58 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Engenharia Industrial, 2014.  
Inclui bibliografia

1. Engenharia Industrial – Teses. 2. Gestão de Fundos. 3. Venture Capital. 4. Empresas Inovadoras. 5. Desempenho. I. Teixeira, José Paulo. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Engenharia Industrial. III. Título.

CDD: 658.5

Para Laura e Gustavo, os amores da minha vida.

## Agradecimentos

A Deus, pelo dom da vida.

À minha mãe, por nos fazer entender desde cedo a importância da educação.

À minha linda esposa Ana Beatriz e meus filhos Laura e Gustavo, pelo amor com que enfrentaram os momentos de angústia durante este período.

Ao meu Orientador Professor José Paulo Teixeira, pela paciência e disponibilidade com as quais me suportou durante a elaboração deste trabalho.

Ao Professor Marcelo Cabús Klötzle, do IAG da PUC-Rio, pelas valiosas contribuições e por aceitar fazer parte da Banca Examinadora.

A todos os professores e funcionários do Departamento de Engenharia Industrial da PUC-Rio, pelo apoio e dedicação com os quais cumprem suas missões.

À equipe da Área de Investimento da Finep – Inovação e Pesquisa, pelo auxílio no levantamento dos dados da carteira de fundos.

À colega Denise Cristiano Reigada, do Departamento de Petróleo & Gás e Indústria Naval da Finep – Inovação e Pesquisa, por me incentivar a me candidatar ao programa e por aceitar participar da Banca Examinadora.

À Finep – Inovação e Pesquisa, pelos auxílios concedidos, sem os quais este trabalho não teria sido possível.

## Resumo

Costa Neto, Augusto Ferreira da; Teixeira, José Paulo. **Gestores de Fundos de *Venture Capital* influenciam a curva de crescimento das empresas inovadoras? Evidências do Programa INOVAR.** Rio de Janeiro, 2014. 58p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Esta dissertação teve como objetivo verificar se a presença de gestores de Fundos de *Venture Capital* influencia a curva de crescimento de empresas inovadoras, baseado na análise da carteira do Programa INOVAR da Finep – Inovação e Pesquisa. Para tanto, foi elaborado um questionário e enviado para 73 empresas que faziam parte da carteira do Programa INOVAR no final de 2013, das quais 54 (74%) responderam à pesquisa. O questionário procurou avaliar três dimensões principais: Resultados Financeiros, Governança Corporativa e Inovação, além de outros aspectos de características mais gerais, como diferencial competitivo das empresas e aspectos qualitativos da atuação dos gestores no dia-a-dia destas. Em 2013 as empresas pesquisadas apresentaram um faturamento bruto agregado da ordem de R\$ 7,870 bilhões, e um lucro líquido de R\$ 419 milhões. Os fundos tinham uma participação média de 29,2% do capital social nessas companhias. No que concerne à inovação, 83% das empresas declararam ter inserido produto ou serviço novo no mercado nacional, e 4% afirmaram ter inovado no mercado mundial. Além dos aspectos já mencionados, a maioria dos empreendedores (70%) avalia que o ingresso do fundo em suas empresas promoveu mudanças significativas em seus processos de gestão, cujos efeitos permanecerão mesmo após a saída do fundo.

## Palavras-chave

Gestão de Fundos; *Venture Capital*; Empresas Inovadoras; Desempenho.

## Abstract

Costa Neto, Augusto Ferreira da; Teixeira, José Paulo (Advisor). **Do Venture Capital Funds Managers influence the growth curve of innovative companies? Evidences from INOVAR Program.** Rio de Janeiro, 2014. 58p. MSc. Dissertation - Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

This study aims to investigate whether the presence of Venture Capital funds managers influence the growth curve of innovative companies based on an analysis of Finep – Innovation and Research- INOVAR Program portfolio companies. For this purpose, a questionnaire was developed and sent to 73 companies that were part of the INOVAR Program portfolio at the end of 2013, and 54 (74%) of them responded to the survey. The questionnaire sought to assess three main dimensions: Financial Results, Corporate Governance and Innovation, and other aspects of general characteristics. In 2013 the surveyed companies had aggregated gross revenues of R\$ 7,870 billion and a net profit of R\$ 419 million. The funds had an average share of 29.2 % of the equity in these companies. With regard to innovation, 83 % of the companies reported having inserted new product or service in the domestic market, while 4 % said they brought innovation to the world market. Besides the aspects mentioned above, the majority of entrepreneurs (70%) estimates that the contribution of the funds to their companies promoted significant changes in their management processes, whose effects will remain after the exit of the funds.

## Keywords

Fund Management; Venture Capital; Innovative Companies; Performance.

## Sumário

1. Introdução	12
2. Revisão da Literatura	14
2.1. A atividade de <i>Venture Capital</i>	14
2.2. Venture Capital no Brasil	18
2.3. O Programa INOVAR	20
3. Metodologia	24
4. Resultados	26
5. Conclusões	41
6. Referências Bibliográficas	43
ANEXO - Questionário	46

## Lista de Figuras

Figura 1 - Veículos de Investimento de longo prazo e estágios de desenvolvimento corporativo	15
Figura 2 – Diversificação por tipo de fundo	21
Figura 3 – Nº de empresas aprovadas no ano e ticket médio investido	21
Figura 4 – Diversificação de empresas por porte	22
Figura 5 – Diversificação de empresas por Estado da Sede	22
Figura 6 – Diversificação de empresas por Setor Econômico	23

## Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Contribuição do fundo para os resultados financeiros	27
Gráfico 2 – Contribuição do fundo na administração das despesas	28
Gráfico 3 – Contribuição do fundo no relacionamento com fornecedores	28
Gráfico 4 – Contribuição do Conselho de Administração na gestão do negócio	28
Gráfico 5 – Contribuição do Conselho de Administração no resultado operacional	29
Gráfico 6 – Inserção de produto ou serviço novo no mercado	29
Gráfico 7 – Responsável pelo desenvolvimento da inovação	30
Gráfico 8 – Maior impacto das inovações de produto	30
Gráfico 9 – Tempo médio de permanência no mercado do principal produto da empresa	31
Gráfico 10 – Investimento em máquinas, equipamentos, softwares, etc. visando inovação	31
Gráfico 11 – Motivo por ter abandonado algum projeto de inovação	32
Gráfico 12 – Número de empregos em 2013	32
Gráfico 13 – Existência de departamento de P&D	33
Gráfico 14 – Motivo do investimento em P&D	34
Gráfico 15 – Investimento em P&D	35
Gráfico 16 – Fontes de financiamento para P&D	35
Gráfico 17 – Pedidos de patente depositados (em %)	36
Gráfico 18 – Recursos que mais contribuíram para inovação	36
Gráfico 19 – Recursos FINEP	37
Gráfico 20 – Principal diferencial da empresa	37
Gráfico 21 – Razão para ter despertado interesse de um fundo de VC	38
Gráfico 22 – O ingresso do fundo promoveu	38
Gráfico 23 – Contribuição do fundo para a empresa	39
Gráfico 24 – Recomendação quanto associação a fundo de VC	39
Gráfico 25 – Maior contribuição do fundo para a empresa	39

## Lista de Abreviaturas

ASUS – *Academic Startups*

BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

FAPES – Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES

Finep – Financiadora de Estudos e Projetos

FUNCEF – Fundação dos Economistas Federais

Fumin – Fundo Multilateral de Investimentos

GVCEPE – Centro de Estudos de Private Equity da Fundação Getúlio Vargas

IPO – *Initial Public Offering*

PE – *Private Equity*

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

P, D & I – Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação

PETROS – Fundação Petrobrás de Seguridade Social

PIPE – *Private Investment in Public Equities*

PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

SC – *Seed Capital*

SEBRAE – Serviço Nacional de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

VALIA – Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social

VC – *Venture Capital*

## Introdução

A Finep – Inovação e Pesquisa – é uma empresa pública brasileira vinculada ao Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação que tem como missão promover e financiar a inovação e a pesquisa científica e tecnológica em empresas, universidades, institutos tecnológicos, centros de pesquisa e outras instituições públicas ou privadas, mobilizando recursos financeiros e integrando instrumentos para o desenvolvimento econômico e social do País.

As atividades desenvolvidas pela Área de Investimento da Finep tiveram início em 2001 com o Programa INOVAR, fruto de uma cooperação técnica firmada junto ao Fumin/BID. O principal objetivo do INOVAR foi o desenvolvimento e a consolidação da indústria de *Venture Capital* (VC) no Brasil. Ao longo destes treze anos diversas atividades foram desenvolvidas no âmbito do INOVAR, dentre as quais destacamos o Portal Capital de Risco Brasil, o *Venture Fórum* e a Incubadora de Fundos INOVAR.

A Incubadora de Fundos INOVAR promoveu, até dezembro de 2013, vinte chamadas públicas destinadas a atuais e potenciais administradores / gestores de Fundos de VC para apresentação de propostas de capitalização de fundos de investimento.

Neste sentido, a Finep aprovou investimentos em 32 fundos, sendo que três ainda estão em fase de captação, dois já foram encerrados e os 27 restantes estão em operação. Desta forma, a carteira de empresas investidas pelo INOVAR é composta de 111 companhias, sendo que destas, 78 continuam na carteira e 33 já foram desinvestidas. Esta ação comprometeu recursos da ordem de R\$ 553 milhões da Finep, num patrimônio total comprometido nos fundos da ordem de R\$ 4 bilhões.

Os investimentos do tipo *Venture Capital* são, ao longo do tempo, uma importante fonte de financiamento de empresas, notadamente aquelas nascentes e de setores intensivos em tecnologia, tendo sido responsáveis pelo surgimento de vários novos setores econômicos, como biotecnologia, nanotecnologia, semicondutores, entre outros.

O presente projeto visa endereçar a seguinte questão central:  
**“Gestores de Fundos de *Venture Capital* influenciam a curva de crescimento das empresas inovadoras?”**

Diversas razões justificam o desenvolvimento e a implementação de um projeto dessa natureza pela Finep, dentre as quais destacamos: (i) a necessária avaliação do impacto de suas ações enquanto ferramenta de política pública; (ii) o fortalecimento de sua imagem como referência na indústria de VC; (iii) empresas com níveis de faturamento maiores normalmente recebem melhores classificações de risco, e portanto conseguem se financiar no mercado financeiro obtendo taxas de juros mais atrativas, contribuindo assim para a redução dos custos de produção e para o aumento da competitividade da firma, e (iv) os resultados obtidos permitirão um direcionamento mais eficiente dos esforços empreendidos no Programa INOVAR e, eventualmente, estruturar novos programas de estímulo às empresas inovadoras pela Finep.

Adicionalmente, face à inexistência de estudos de avaliação de impacto da atuação de gestores nas empresas suportadas por Fundos de VC no Brasil, em contraste com a vasta literatura que trata deste tema, principalmente nos EUA, é importante que a Finep assuma a liderança e seja o primeiro agente público a realizar uma pesquisa desta natureza.

## 2

### Revisão da Literatura

#### 2.1.

##### **A atividade de *Venture Capital***

A atividade de *Venture Capital* promove o financiamento para empresas em troca de parte da organização, através da aquisição de ações ou outros instrumentos financeiros, como debêntures, bônus de subscrição, entre outros, bem como a promoção da adoção por parte das empresas de práticas de gestão e governança corporativa, visando assim a ascensão rápida da firma e conseqüentemente a rentabilidade do investimento.

A atividade de *Venture Capital* procura oportunidades de investimentos com alto potencial de retorno se comparadas a outros ativos disponíveis no mercado.

Diferentemente dos fundos de renda variável, como por exemplo ações, os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* são geralmente uma comunhão de recursos em forma de condomínio, em que os investidores subscrevem quotas no início do fundo e recebem o retorno do capital investido por ocasião do desinvestimento, ocasionado pela alienação das ações das empresas investidas, geralmente em um período que varia entre 8 e 10 anos.

Apesar de haver diferenças entre os investimentos de *Private Equity*, *Venture* e *Seed Capital*, onde o primeiro investe em empresas em fase de pré-consolidação e os demais procuram apoiar empresas nascentes ou em desenvolvimento, não faremos distinção destas modalidades no presente estudo, e convencionaremos chamar de *Venture Capital* (VC) a atividade de investimento em empresas de capital fechado através do aporte financeiro em troca de participação acionária.

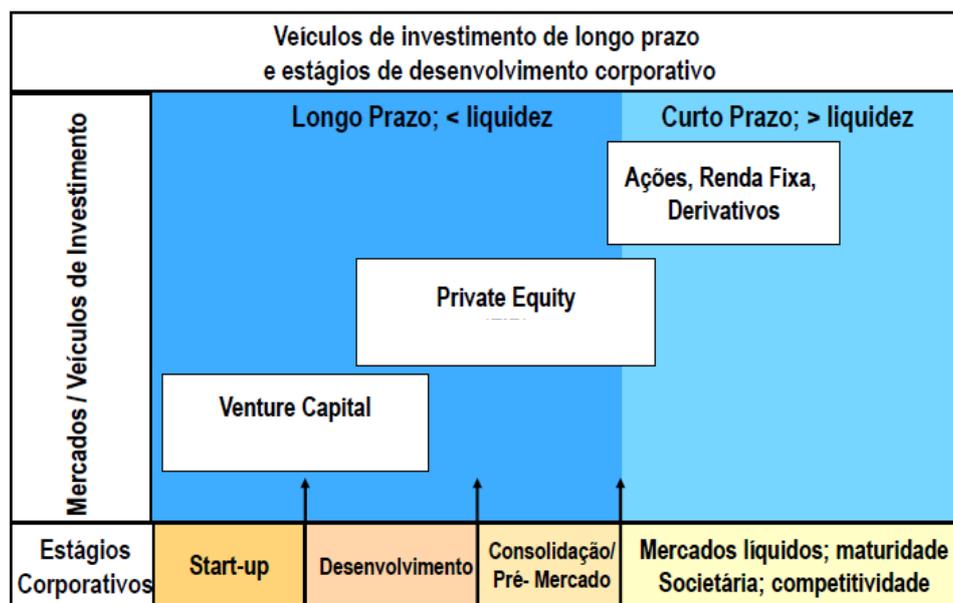


Figura 1 – Veículos de Investimento de longo prazo e estágios de desenvolvimento corporativo. Adaptado pelo autor de GVCEPE- **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital** – Relatório de Pesquisa. 2011

No processo tradicional de *Venture Capital*, as três principais entidades envolvidas são:

- i) Os investidores institucionais, como fundos de pensão, investidores individuais, corporações e seguradoras;
- ii) O empresário original, que recebe e faz uso dos recursos, e
- iii) Os gestores de fundos, que geralmente identificam, selecionam, monitoram e operacionalizam o investimento e a captação de recursos adicionais para as empresas.

A ideia principal é que os investidores de *Venture Capital* surgem porque desenvolvem habilidades especializadas na seleção e acompanhamento das empresas investidas. São intermediários financeiros com vantagem comparativa em ambientes onde há assimetria de informação. Com base nesta abordagem, Amit et al (1998) sugerem que os investidores de *Venture Capital* agem em ambientes em que a sua eficiência relativa na seleção e monitoramento do investimento lhes dá vantagem comparativa em relação a outros investidores.

A estrutura de governança adotada por este modelo nos mercados americano e europeu define claramente o papel destes atores no âmbito do fundo: os gestores, ou *General Partners* (GP) são os

responsáveis pela prospecção das oportunidades de investimento nas empresas-alvo, pela negociação com os empreendedores, pelo monitoramento do investimento e pela alienação futura da participação. Já os investidores, ou *Limited Partners* (LP) têm a função de subscrever e integralizar as quotas dos fundos, minimizando sobremaneira a possibilidade da assunção de *liabilities* que por ventura sejam geradas ao longo do tempo no âmbito das empresas investidas.

Devido às suas peculiaridades, o investimento de *Venture Capital* tem grande sinergia com as pequenas empresas de base tecnológica. Há evidências de que o apoio através de investimento de *Venture Capital* promove com que as empresas nascentes cresçam mais rápido, criem mais valor e gerem mais empregos do que outras empresas (Gorgulho, 1996). De acordo com pesquisas empíricas (Keuschnigg, 2004), as empresas apoiadas por *Venture Capital* buscam mais inovações radicais e estratégias de marketing mais agressivas.

Afirma-se frequentemente na literatura que o capital humano dos empreendedores e o apoio (financeiro e não-financeiro) fornecido pelo investidor de *Venture Capital* são fatores primordiais para o crescimento das empresas nascentes de base tecnológica.

Um número limitado de estudos anteriores analisou a relação entre o investimento de *Venture Capital* e o crescimento das empresas, fornecendo evidências mistas. Hellmann e Puri (2000) analisaram uma amostra aleatória de 149 empresas apoiadas e não apoiadas por investidores de *Venture Capital* no Vale do Silício, no período de 1994 a 1997, e constataram que as empresas apoiadas por investidores de *Venture Capital*, particularmente as empresas inovadoras, tiveram uma inserção mais rápida no mercado. Manigart e Van Hyfte (1999) constataram, em estudo realizado na Bélgica, que as empresas apoiadas por investidores de *Venture Capital* tiveram crescimento de suas bases de ativos maior do que as empresas não apoiadas. Engel e Keilbach (2007) analisaram uma amostra de empresas apoiadas por investidores de *Venture Capital* na Alemanha, e concluíram que tais empresas geraram crescimento do nível de emprego mais rapidamente. Em contraste, Burgel et al. (2000) constataram que o apoio de investidores de *Venture Capital*

não teve impacto sobre o crescimento das empresas na Alemanha e no Reino Unido.

Outros estudos sobre o crescimento de empresas apoiadas por investidores de *Venture Capital* e empresas não apoiadas que realizaram IPO (*Initial Public Offering*) também mostraram resultados conflitantes. Jain e Kini (1995), bem como Audretsch e Lehmann (2004) encontraram efeitos positivos do investimento de *Venture Capital* no crescimento das empresas apoiadas, enquanto Bottazzi e Da Rin (2002) não encontraram nenhum efeito.

No Brasil, Barros (2013) estudou o efeito da remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto investidas por fundos de *Private Equity* (PE) e sua influência no valor e no desempenho destas empresas, não encontrando efeito entre investimento de PE e desempenho econômico-financeiro. Já Souza (2011) e Gioielli (2008) estudaram a influência de investidores de PE e os níveis de governança corporativa de empresas listadas na BM&FBovespa, encontrando relações positivas em ambos os estudos. Ainda, Ferrari e Minardi (2010) encontraram evidências de que os IPO's de empresas com PE/VC possuem desempenho de longo prazo superior ao de empresas sem PE/VC.

Problemas importantes com estes estudos incluem sua natureza muitas vezes transversal e uma falha típica ao abordar a questão da "endogeneidade" do apoio do *Venture Capital*. Bertoni et al. (2008), usando um estudo de painel de 10 anos com 550 empresas nascentes italianas de alta tecnologia mostraram que o apoio de investidores de *Venture Capital*, especialmente investidores financeiros (GP's), estimula fortemente o emprego e o crescimento da receita de vendas. Alemany e Marti (2005), utilizando um painel de empresas nascentes espanholas, mostraram que o apoio de investidores de *Venture Capital* está associado a um melhor desempenho. Davila et al. (2003) mostram que as empresas apoiadas por investidores de *Venture Capital* têm crescimento do nível de emprego mais rapidamente.

Curiosamente, a interdependência entre os investimentos de *Venture Capital* e capital humano dos empresários passou quase despercebido na literatura, à exceção de Colombo e Grilli (2008), que

estudaram a influência das características do capital humano dos empreendedores sobre o crescimento de empresas nascentes de base tecnológica apoiadas e não apoiadas por investidores de *Venture Capital*. Usando uma amostra de 439 empresas italianas, e após eliminarem o “viés de sobrevivência” e a “endogeneidade” do financiamento de *Venture Capital*, concluíram que, uma vez que uma empresa recebe apoio de investidores de *Venture Capital*, o papel das habilidades dos empreendedores torna-se menos relevante para o crescimento da firma. Este resultado aponta para a importância da função de *coaching* realizada por investidores de *Venture Capital* na melhoria do desempenho das empresas do portfólio.

Além de investidores de *Venture Capital*, empresas de base tecnológica podem receber uma contribuição positiva para o crescimento a partir da interação com outras instituições. Entre elas, universidades desempenham um papel importante. Colombo et al. (2009) analisaram empiricamente as circunstâncias em que as universidades localizadas em uma área geográfica contribuem para o crescimento de uma categoria especial de empresas nascentes de base tecnológica locais, as estabelecidas por pessoal acadêmico (*Academic Startups*, ASUS). Eles examinaram os efeitos de uma série de características das universidades locais sobre as taxas de crescimento das ASUS e os compararam com os efeitos das mesmas características da universidade sobre o crescimento de outros tipos de empresas nascentes de base tecnológica (ou seja, não acadêmicas). Eles concluíram que as universidades influenciam as taxas de crescimento das ASUS locais, enquanto os efeitos sobre as taxas de crescimento de outras empresas nascentes são desprezíveis.

## 2.2.

### ***Venture Capital* no Brasil**

No Brasil, as atividades de *Venture Capital* foram institucionalizadas no final dos anos 90, após a estabilização da moeda. Dados do GVCEPE, da Fundação Getúlio Vargas, indicam que a indústria de *Venture Capital* brasileira é hoje em dia uma indústria extremamente

dinâmica, cujo capital comprometido cresceu 549% entre os anos de 2004 e 2009, passando de US\$ 5,6 bilhões para US\$ 36,2 bilhões, de 97 veículos de investimento para 239, tendo já investido mais de US\$ 11 bilhões e mantido 554 empresas no portfólio, além de ter mais que dobrado sua participação no PIB ao longo deste período (de 0,97% para 2,33%). Além disso, 71% das organizações de capital de risco esperavam levantar fundos nos próximos anos, totalizando mais US\$ 20,9 bilhões. Há um considerável volume de negócios em *Venture Capital* com a maior ênfase na fase inicial (17%). Isto denota uma concentração importante nos estágios iniciais e intermediários de desenvolvimento empresarial, garantindo a consolidação dos vínculos que permitam o crescimento sustentado da indústria no longo prazo.

Em particular, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) investiu em 33 veículos de investimento diferentes, incluindo *Private Equity*, *Venture Capital*, o *PIPE (Private Investment in Public Equity)* e *Mezanino*, totalizando R\$ 1,5 bilhões em compromissos de capital do banco (em média, 20% de todos os veículos), dos quais cerca de R\$ 0,6 bilhão já foi investido.

Em 2007, o BNDES lançou um programa de apoio ao capital semente chamado CRIATEC. Nascido a partir da iniciativa do BNDES, com um orçamento de R\$ 80 milhões e gerido por um consórcio formado entre Antera Gestão de Recursos S/A e Instituto Inovação S/A, o CRIATEC é um fundo de capital semente destinado a empresas emergentes inovadoras. Com investimentos de até R\$ 1,5 milhão, o CRIATEC faz a alocação de recursos na empresa em troca de participação acionária. Além do investimento, o CRIATEC participa ativamente da gestão das empresas, dando suporte estratégico e gerencial para os empresários, ajudando na seleção e formação de pessoal, definição de metas e resultados.

A partir de 2008, tendo o Brasil recebido o status de *Investment Grade* pela agência de classificação de risco Standard & Poor's, o país avançou em sua representatividade no *ranking* de oportunidades para investimentos de longo prazo, em relação às outras economias emergentes. Os grandes fundos de pensão brasileiros passaram a alocar parte de seus recursos em fundos de PE/VC. Entre eles pode-se citar a

Fundação dos Economiários Federais (FUNCEF), a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), a Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) e a Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES (FAPES), além da Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social (VALIA). Esse foi um sinal bastante positivo, visto que os fundos de pensão internacionais tiveram papel fundamental no desenvolvimento da indústria, notadamente nos Estados Unidos e Europa.

Não obstante os grandes fundos de pensão responderem por mais de 50% das novas captações, segundo dados do GVCEPE, o grande conservadorismo destes investidores leva ao surgimento de questões importantes no que tange à governança dos fundos, à medida em que exigem participação em seus Comitês de Investimento, o que eleva o risco da assunção de *liabilities* geradas nas atividades no âmbito das empresas investidas, o que em mercados mais evoluídos é bastante mitigado pelas razões expostas no item anterior. Esta condição tipicamente brasileira é um dos fatores preponderantes no estabelecimento de importante barreira ao coinvestimento de atores internacionais.

Além destas iniciativas, tem papel fundamental no aparecimento e na consolidação da indústria de *Venture Capital* no Brasil o lançamento, em 2001, do Programa INOVAR, uma parceria entre a Finep, a PETROS, o Fumin/BID e o SEBRAE Nacional, conforme descrevemos a seguir.

### 2.3.

#### **O Programa INOVAR**

Criado no início de 2001 com o objetivo de desenvolver e consolidar a indústria de *Venture Capital* no Brasil, o Programa INOVAR é fruto de um projeto de cooperação técnica entre a Finep e o Fumin/BID, e contou ainda com a parceria da PETROS e do SEBRAE Nacional.

Até dezembro de 2013, foram realizadas 20 Chamadas Públicas para capitalização de fundos de investimento. Com os resultados das atividades de gestão de investimento em fundos, a Finep passou a contar, no segundo semestre de 2013, com 27 fundos em operação (3 fundos encontram-se em fase de análise de documentos), 111 empresas

investidas (das quais 68% correspondem a micro e pequenas empresas e 32% a empresas de portes médio e grande) e um capital comprometido de aproximadamente R\$ 553 milhões.

A diversificação da carteira da Finep, por tipo de fundo, considerando o capital comprometido, é a seguinte:

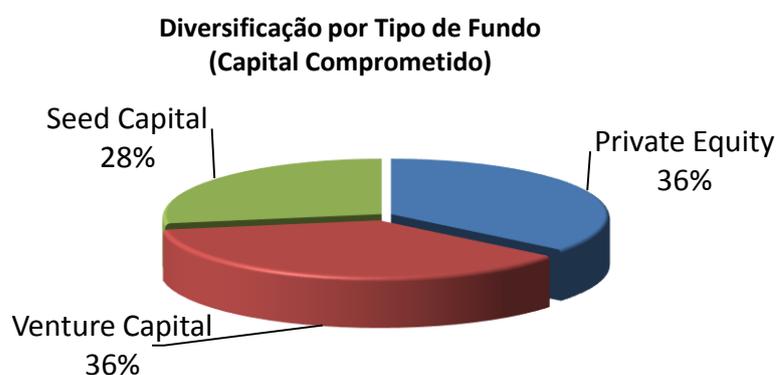


Figura 2 – Diversificação por tipo de Fundo. Fonte: Finep

No total, a Finep, através dos fundos em que investe, vem apoiando 111 empresas inovadoras, com outras cinco empresas em *due diligence*.



Figura 3 – Nº de empresas aprovadas por ano e ticket médio. Fonte: Finep

Os fundos têm investido em empresas de diversos portes, setores e regiões do Brasil. Atualmente há uma concentração em micro, pequenas e médias empresas e na região sul-sudeste, conforme gráficos a seguir. Micro e pequenas empresas respondem por 68% da carteira e 32% da carteira são compostos de médias e grandes empresas.

#### Diversificação de Empresas por Porte

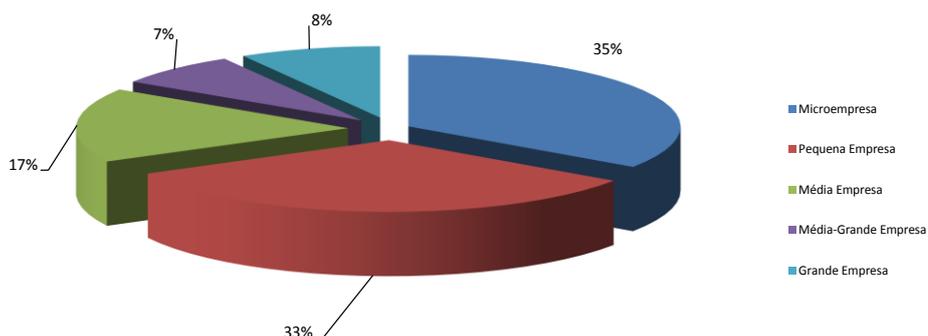


Figura 4 – Diversificação de empresas por porte. Fonte: Finep

#### Estado da Sede da Empresa

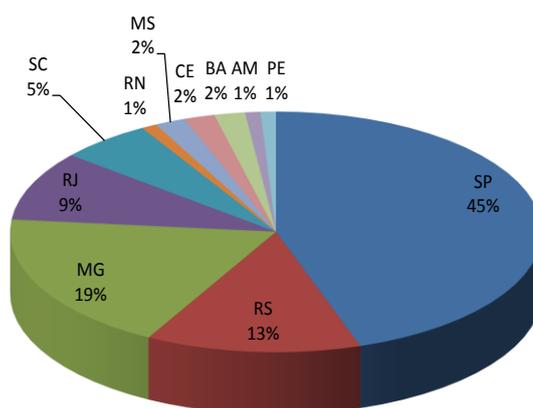


Figura 5 – Diversificação de empresas por Estado da Sede. Fonte: Finep

Já a diversificação sob a ótica setorial está bem mais equânime, ainda que com concentração um pouco maior em Tecnologia da Informação. A tendência observada é de redução na relevância desse setor

na carteira no médio prazo devido às recentes iniciativas de lançamento de chamadas setoriais.

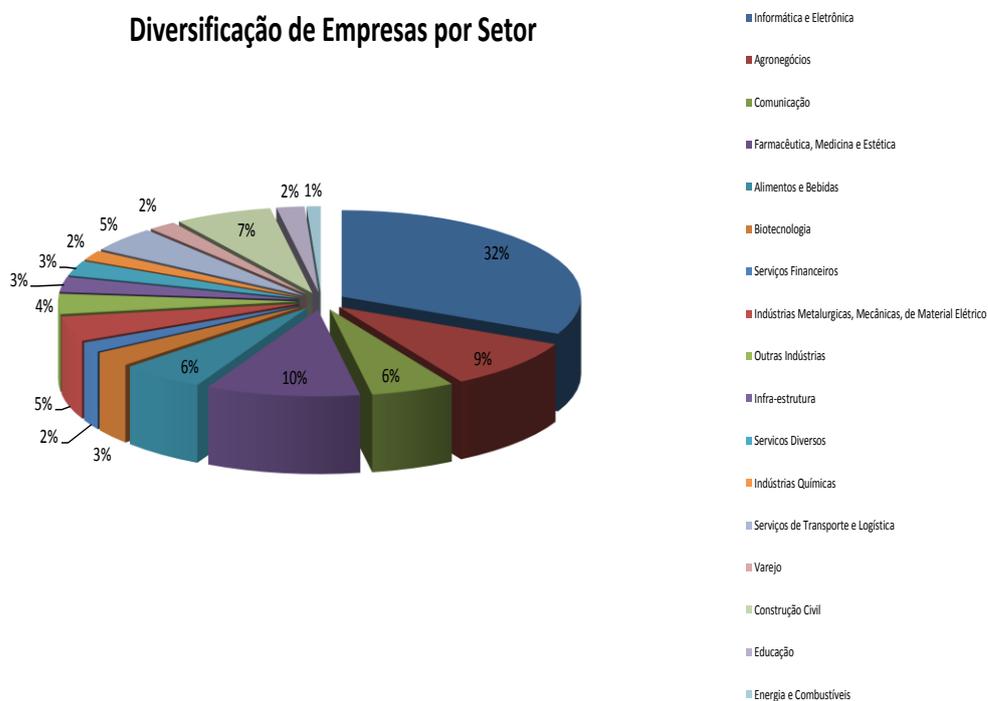


Figura 6 – Diversificação de empresas por Setor Econômico. Fonte: Finep

### 3

#### Metodologia

Esta pesquisa pode ser considerada "descritiva" de acordo com a taxonomia proposta por Vergara (2002, 2005) e Gil (1990, 1996). Segundo esses autores, a pesquisa descritiva tem como objetivo principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno, ou então o estabelecimento de relações entre as variáveis. Na pesquisa descritiva, não há interferência do pesquisador, que apenas tenta compreender a frequência com que ocorrem os fenômenos.

Ainda segundo Vergara (2002, 2005) e Gil (1990, 1996), essa pesquisa pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza, mas sem o compromisso de explicar os fenômenos que descreve.

A população de empresas investidas pelos 30 fundos de investimento que compõem a carteira da Finep é de 111 firmas.

O trabalho consistiu na elaboração e envio de um questionário composto de questões objetivas de múltipla escolha e questões quantitativas que, como o próprio nome da pesquisa sugere, visava avaliar se os gestores de fundos de *Venture Capital* influenciavam as curvas de crescimento das empresas inovadoras que compõem a Carteira INOVAR.

Todavia, antes de entrar em contato com os empreendedores, foi necessário mapear o rol de empresas a serem convidadas para participar da pesquisa. Isso decorreu do fato de que das 111 empresas que faziam ou fizeram parte da Carteira INOVAR no final de 2013, 38 tiveram de ser excluídas em função de desinvestimentos (saída da carteira) ou em decorrência de serem empresas investidas há menos de seis meses.

Essas 38 empresas não puderam ser avaliadas em função da natural dificuldade em contatar as companhias que não mantêm mais vínculos societários com os fundos, bem como do entendimento de que a contribuição dos fundos de investimento nas empresas leva algum tempo para surtir algum efeito.

Deste modo, após identificar as 73 empresas passíveis de participar da pesquisa, foi enviado um e-mail para os

administradores/gestores dos fundos em que a Finep é cotista, contendo uma breve descrição dos propósitos da pesquisa e o questionário. Os administradores/gestores colaboraram com o trabalho, tanto disponibilizando os contatos dos empreendedores, quanto notificando os empresários acerca da pesquisa.

De posse destas informações, entrou-se em contato diretamente com estes empreendedores para averiguar a disponibilidade de sua participação no levantamento. A receptividade da pesquisa foi elevada, dado que das 73 empresas passíveis de participar do levantamento, 54 responderam à pesquisa<sup>1</sup>.

Visando avaliar o impacto que a atividade de *Venture Capital* gerou nas empresas com relação às perguntas quantitativas, consideramos como observação válida a empresa que forneceu ao menos duas informações antes e após a entrada do fundo.

Após a devolução dos questionários foi feita a consolidação em um banco de dados, seguida da validação dos resultados.

É importante destacar ainda que este trabalho contém somente os resultados levantados de maneira agregada, garantindo, assim, o sigilo das informações individuais tanto de gestores quanto de empreendedores.

---

<sup>1</sup> As características da amostra e a metodologia empregada serão detalhadas adiante.

## Resultados

No final de 2013 havia 111 empresas que fizeram ou fazem parte da carteira INOVAR. Entretanto, 38 dessas empresas tiveram de ser excluídas do alvo da pesquisa em função de desinvestimentos, baixas ou em decorrência de serem empresas investidas há menos de 6 meses, configurando 73 empresas passíveis de avaliação. Deste total, 54 companhias responderam ao questionário, o que representa uma taxa de resposta de 74%. A pesquisa foi realizada por meio do envio do questionário via e-mail aos empreendedores.

Os questionários foram respondidos majoritariamente pelos executivos das empresas – Diretores (57%) ou Presidentes/Diretores Presidentes (39%).

A sede da maior parte das empresas respondentes está localizada no estado de São Paulo (65%), seguida por Minas Gerais (17%), Rio Grande do Sul (9%), Rio de Janeiro e Bahia (4% cada estado). É oportuno dizer que esta distribuição reflete, em certa medida, o foco regional dos fundos de investimento, dado que 80% têm como alvo empresas localizadas nas regiões Sul e Sudeste.

Em 2013, as 54 empresas respondentes apresentaram um faturamento bruto de R\$ 7,870 bilhões, e um lucro líquido de R\$ 419 milhões.

Em relação à participação dos fundos de investimento na composição do capital das empresas observou-se uma participação média de 29,2%<sup>2</sup>.

No que concerne à distribuição por setores verificamos, conforme refletido na Figura 6, uma elevada pulverização: informática e eletrônica (32%), meio ambiente (17%), farmacêutica, medicina e estética (10%), agronegócio (9%), construção civil (7%), comunicação e alimentos/bebidas (com 6% cada); os demais setores são biotecnologia, serviços financeiros, indústrias metalúrgicas, mecânicas e de material elétrico, infraestrutura,

---

<sup>2</sup> Com desvio-padrão de 17% e intervalo compreendido entre 5% e 60%.

indústria química, transporte e logística, varejo, educação e energia e combustíveis.

Com relação aos resultados financeiros e à administração de despesas a contribuição do fundo é elevada – as respostas “alta” e “média” somaram 78% da amostra (Gráficos 1 e 2). É possível afirmar, deste modo, que a participação dos gestores nas empresas auxilia na obtenção de bons resultados operacionais, dado que apenas 13% das respondentes identificaram como “baixa” a contribuição do fundo nestes mesmos quesitos.

Entretanto, não foi verificado um impacto positivo significativo no que tange ao relacionamento com fornecedores, uma vez que as opções “alta” e “média” apareceram em aproximadamente 52% das respostas (Gráfico 3).

Ainda que muitas empresas identifiquem alguma contribuição do fundo neste sentido, a rede relacionamentos dos gestores parece não afetar diretamente os contratos firmados pelas empresas investidas com fornecedores, o que indica que a experiência prévia dos empreendedores neste quesito é preponderante.

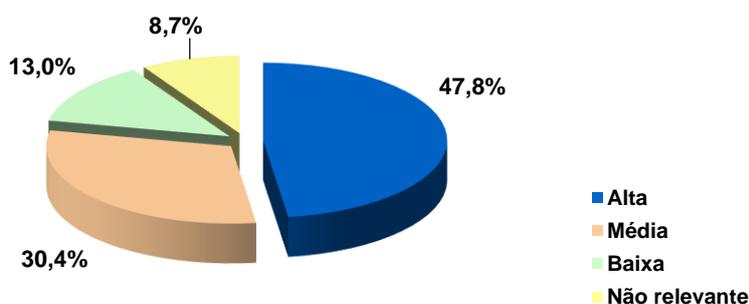


Gráfico 1 – Contribuição do fundo para os resultados financeiros. Fonte: O autor

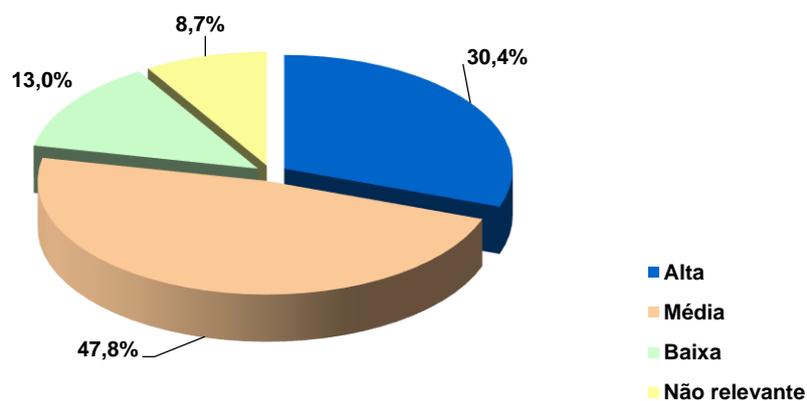


Gráfico 2 – Contribuição do fundo na administração de despesas. Fonte: O autor

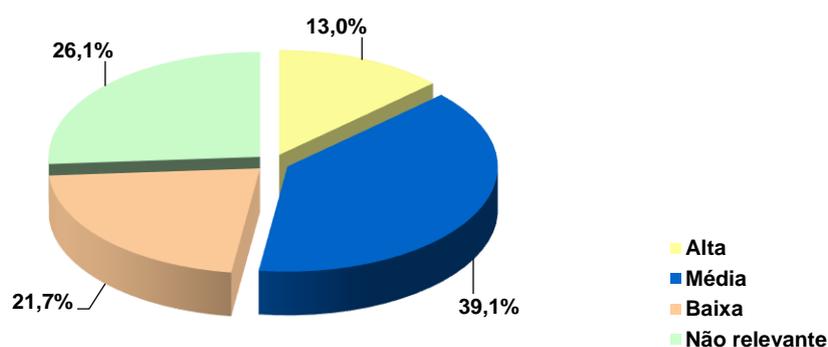


Gráfico 3 – Contribuição do fundo no relacionamento com fornecedores. Fonte: O autor

A quase totalidade das empresas pesquisadas considera que o Conselho de Administração (CA) contribui positivamente na gestão do negócio (91%), conforme o Gráfico 4.

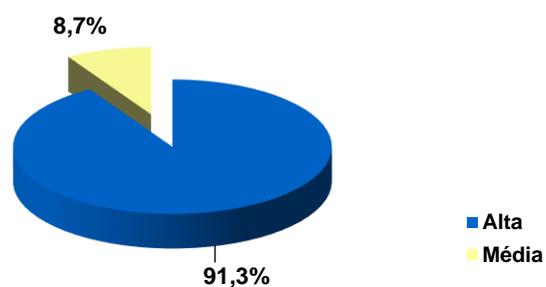


Gráfico 4 – Contribuição do Conselho de Administração na gestão do negócio. Fonte: O autor

O mesmo pode ser dito, ainda que em menor escala, no que concerne à contribuição do CA ao resultado operacional da empresa (Gráfico 5).

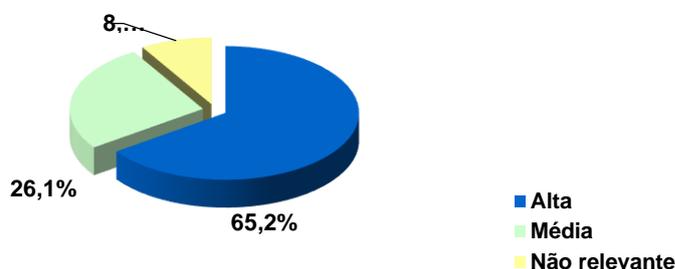


Gráfico 5 – Contribuição do Conselho de Administração no resultado operacional.  
Fonte: O autor

A maioria das empresas respondentes declarou ter introduzido produto, serviço ou processo tecnologicamente novo ou significativamente aperfeiçoado nos últimos 3 anos, tanto no mercado nacional (83%) quanto no mercado mundial (4%) (Gráfico 6).

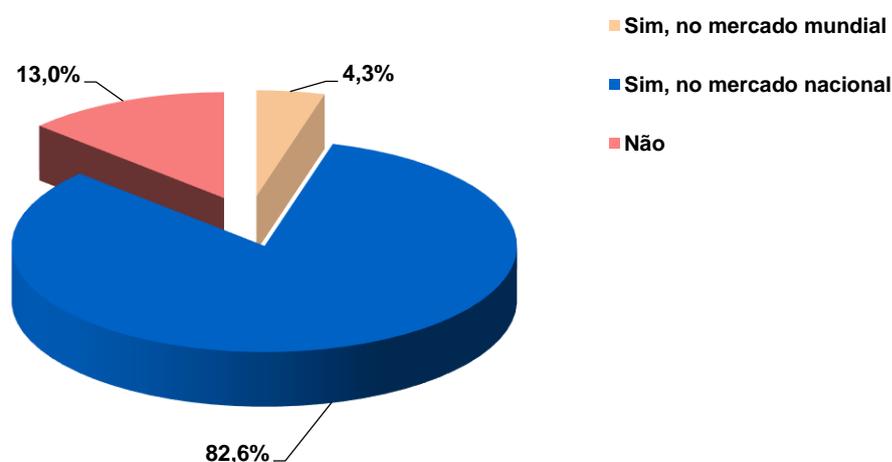


Gráfico 6 – Inserção de produto novo ou serviço no mercado. Fonte: O autor

À semelhança do que ocorre na maioria das empresas nacionais, a inovação foi majoritariamente desenvolvida pela própria empresa (65%), conforme mostra o Gráfico 7, tendo gerado maior impacto na qualidade e quantidade de bens e serviços (50%), seguido da ampliação da participação da empresa (40%) no mercado (Gráfico 8).

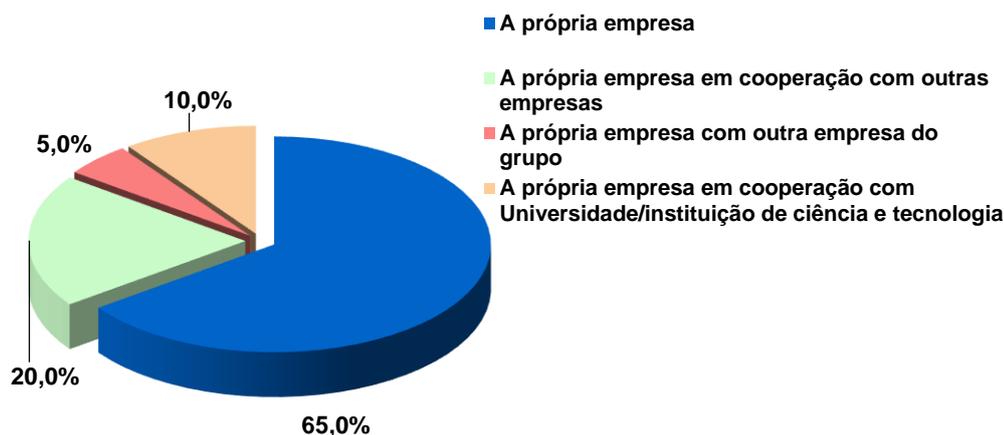


Gráfico 7 – Responsável pelo desenvolvimento da inovação. Fonte: O autor

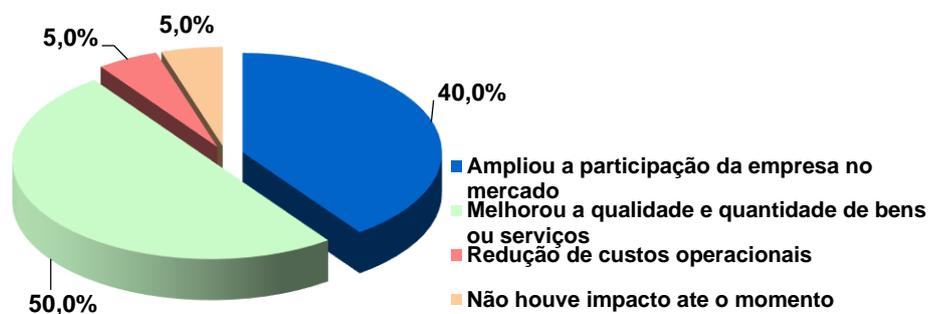


Gráfico 8 – Maior impacto das inovações de produto. Fonte: O autor

Os principais produtos e serviços das empresas investidas permanecem no mercado com as mesmas especificações por mais de três anos em 39% dos casos; de um a três anos em 35% dos casos e menos de um ano para 22% dos casos (Gráfico 9).

O investimento em máquinas, equipamentos, softwares, entre outros, visando exclusivamente a inovação, é dispêndio comum dentro das empresas apoiadas pelo Programa INOVAR por meio dos fundos de investimento. Neste sentido, 61% das empresas afirmaram que sempre investiram nessa rubrica; adicionalmente, 17% das empresas pesquisadas passaram a investir recursos nessa área após o ingresso do fundo (Gráfico 10).

Merece destaque ainda que mais de 20% das empresas respondentes não investem ou nunca investiram em máquinas, equipamentos, etc. Isso provavelmente decorre do fato de que esta questão

objetivava aferir a ocorrência deste tipo de investimento voltado exclusivamente à inovação (Gráfico 10).

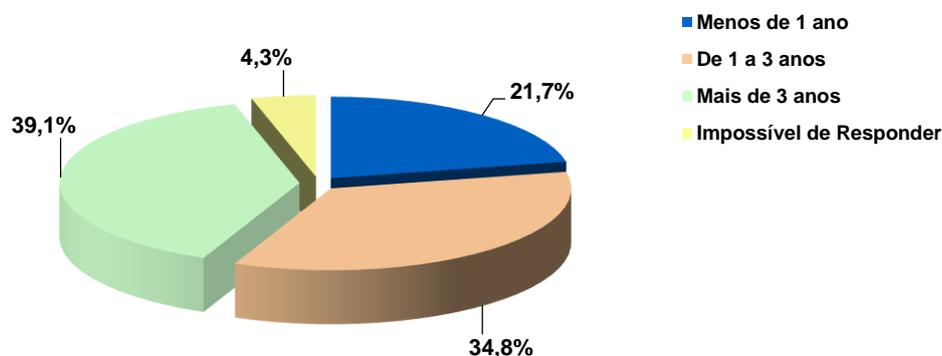


Gráfico 9 – Tempo médio de permanência no mercado do principal produto da empresa.  
Fonte: O autor

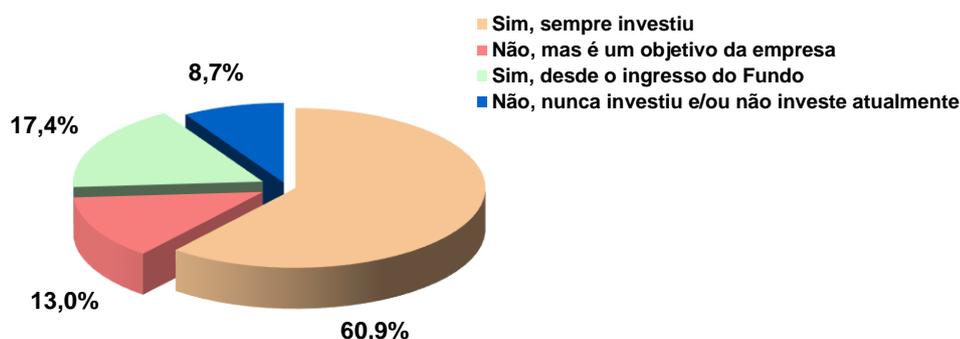


Gráfico 10 – Investimento em máquinas, equipamentos e softwares visando inovação.  
Fonte: O autor

Aproximadamente metade das empresas pesquisadas (48%) afirmou nunca ter abandonado algum projeto para desenvolver e/ou introduzir produto nos últimos três anos. Do grupo de empresas que abandonou projetos dessa natureza, 58% o fizeram devido à falta de recursos, o que reforça o papel desempenhado pelos fundos de investimento no que concerne ao aporte de recursos e à execução do plano de negócios das companhias investidas (Gráfico 11).

A atividade de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) é uma prática comum nas empresas investidas, dado que em 61% dos casos o investimento ocorre de forma contínua, 17% de forma ocasional e 9% passaram a fazê-lo após a entrada do fundo. Neste sentido, 80% das

empresas afirmaram possuir um departamento de P&D, que empregam 446 pessoas, sendo 263 pesquisadores e 183 colaboradores de apoio em geral (Gráficos 12 e 13).

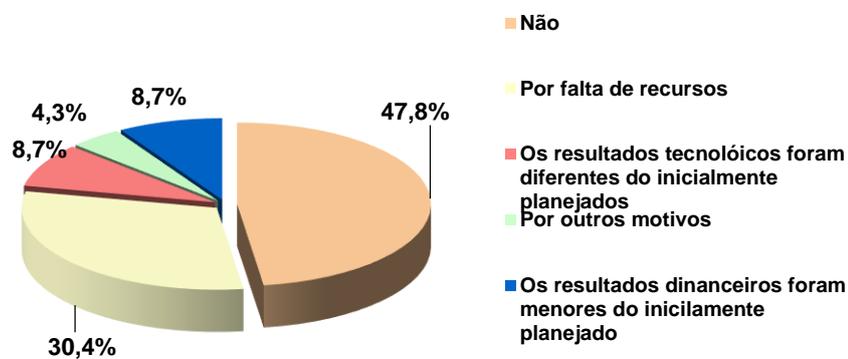


Gráfico 11 – Motivo por ter abandonado algum projeto de inovação. Fonte: O autor

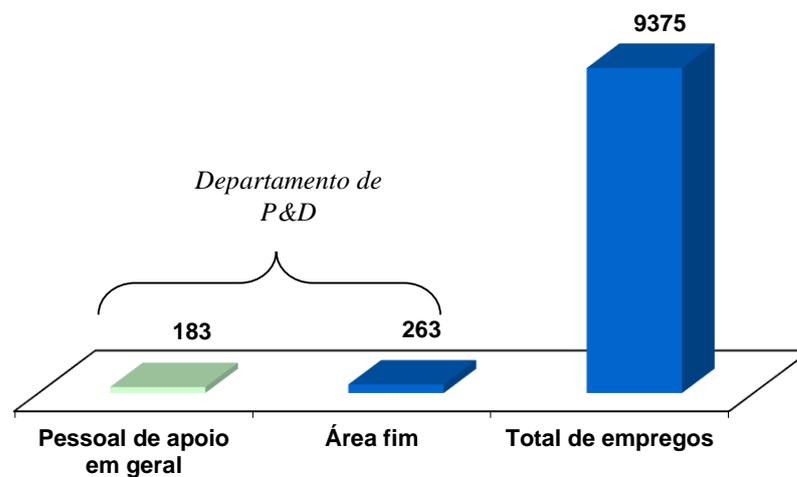


Gráfico 12 – Número de empregos em 2013. Fonte: O autor

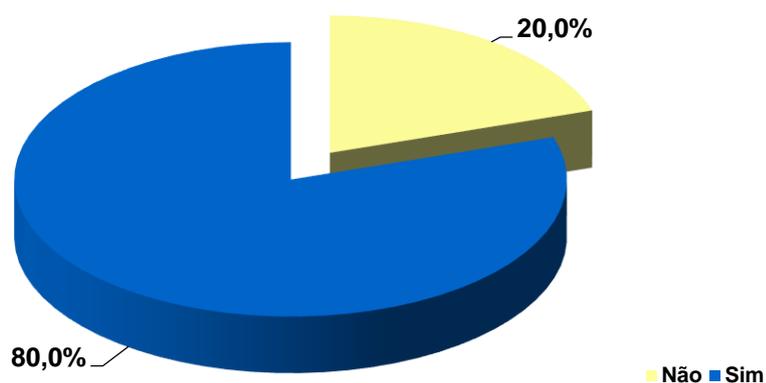


Gráfico 13 – Existência de departamento de P&D. Fonte: O autor

O trabalho de P&D desenvolvido consiste no investimento em máquinas e equipamentos, contratação de pesquisadores (mestres e doutores) e no desenvolvimento do próprio negócio. Destaca-se, neste sentido, o papel desempenhado pelas parcerias com universidades e a utilização de recursos diretos e indiretos da Finep.

Estes investimentos objetivaram, sobretudo, o aprimoramento de produtos (78%), a conquista de novos mercados (78%), aumentar a participação em mercados que a empresa já atua (70%), o atendimento às demandas de clientes (43%) e aumento da receita (43%) (Gráfico 14).

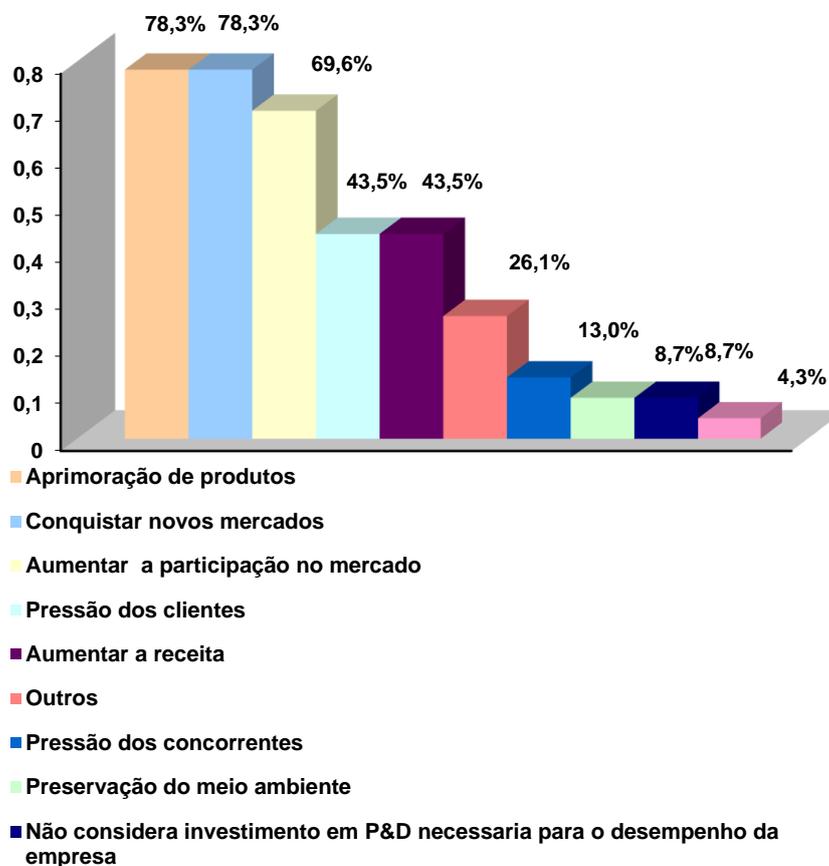


Gráfico 14 – Motivo do investimento em P&D. Fonte: O autor

As empresas investiam em média 21% de sua receita em pesquisa e desenvolvimento nos períodos anteriores à entrada dos fundos; após a entrada do novo acionista, esse percentual se elevou para 34%, o que indica que a atividade de *Venture Capital* pode ter contribuído para este aumento (Gráfico 15).

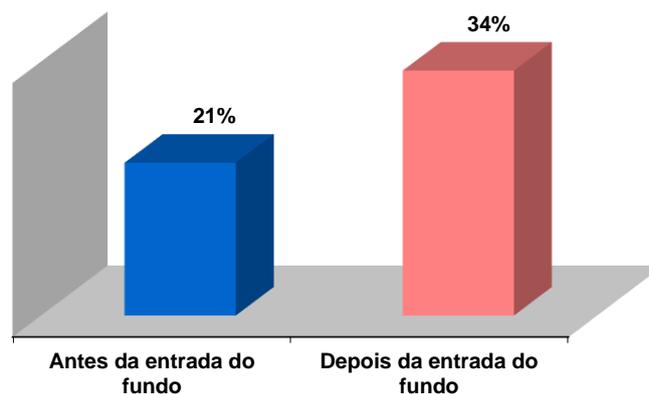


Gráfico 15 – Investimento em P&D. Fonte: O autor

Por fim, em consonância com as evidências de que a inovação foi desenvolvida majoritariamente pelas próprias empresas, a principal fonte de investimento em P&D foi recurso próprio (48%). Deve-se ressaltar que esta rubrica engloba o capital aportado pelo fundo (Gráfico 16).

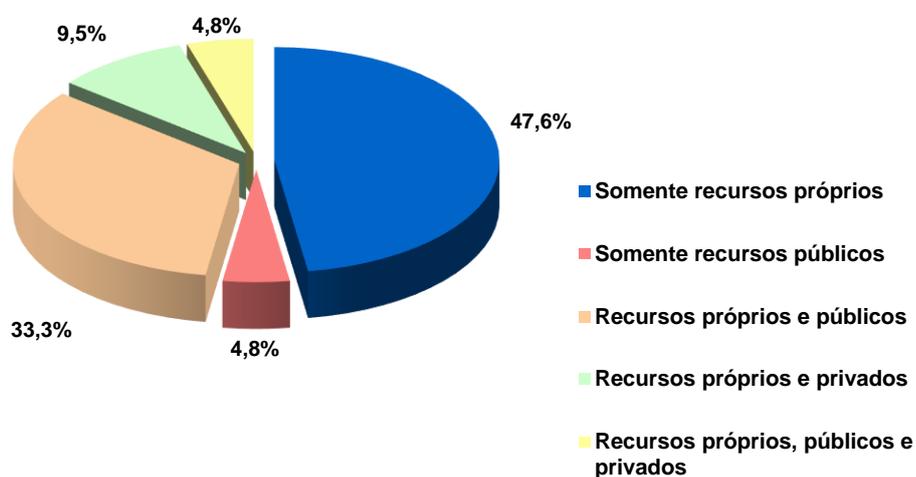


Gráfico 16 – Fontes de financiamento para P&D. Fonte: O autor

Das empresas pesquisadas, 39% já solicitaram pedido de patentes junto aos órgãos responsáveis, dos quais 26% foram somente no Brasil e 13% foram no Brasil e no exterior (Gráfico 17).

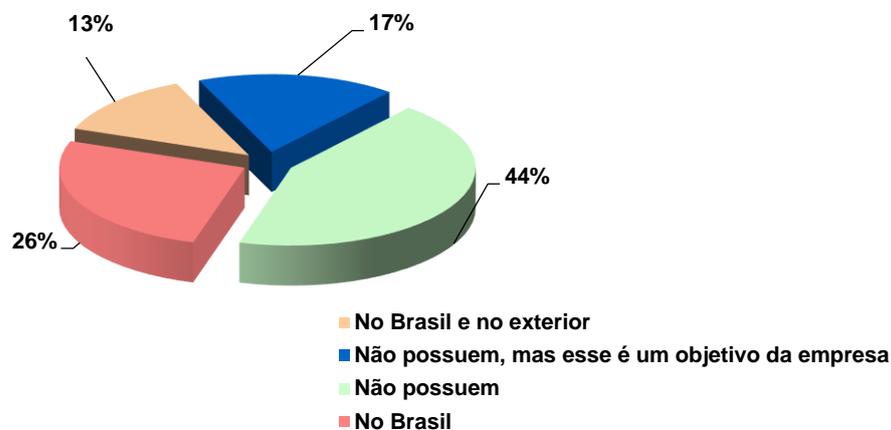


Gráfico 17 – Pedidos de patente depositados (em %). Fonte: O autor

As duas fontes de recursos que mais contribuíram para as atividades de inovação das empresas foram o aporte dos fundos de investimento (35%) e a Subvenção Econômica à Inovação<sup>3</sup> (22%) (Gráfico 18). Observa-se que a Finep teve uma modesta participação nos projetos de inovação das empresas, dado que apenas 30% das empresas pesquisadas afirmaram ter recebido algum tipo de suporte desta agência, além do aporte do fundo de VC (Gráfico 19).

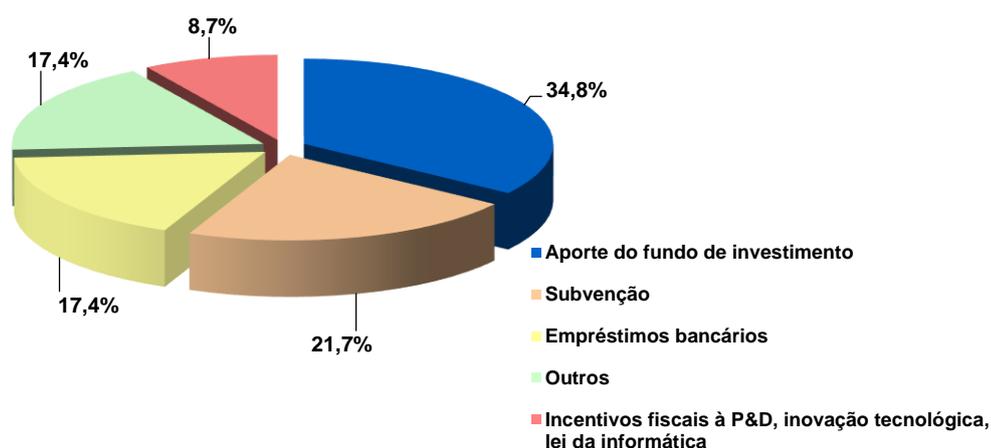


Gráfico 18 – Recursos que mais contribuíram para inovação. Fonte: O autor

<sup>3</sup> Seleção Pública MCT/FINEP/FNDCT Subvenção Econômica à Inovação. Para mais informações acesse o sítio [www.finep.gov.br](http://www.finep.gov.br).

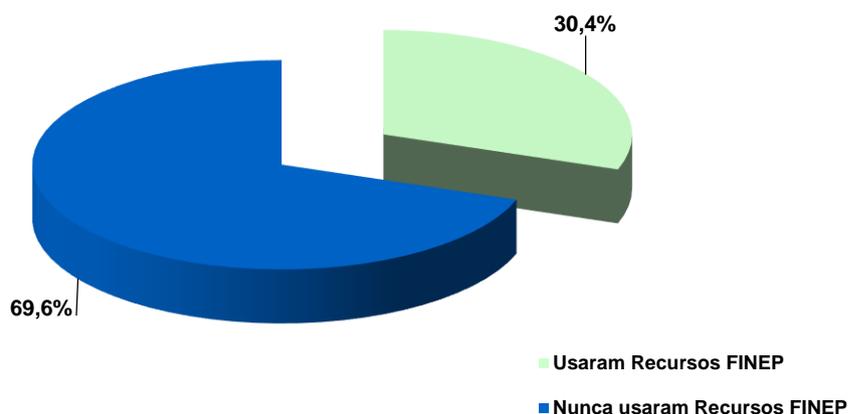


Gráfico 19 – Recursos Finep. Fonte: O autor

Os entrevistados identificaram como principal diferencial das empresas a eficiência no oferecimento do produto ou serviço (40%) e o conteúdo tecnológico (30%) destes bens/serviços (Gráfico 20).

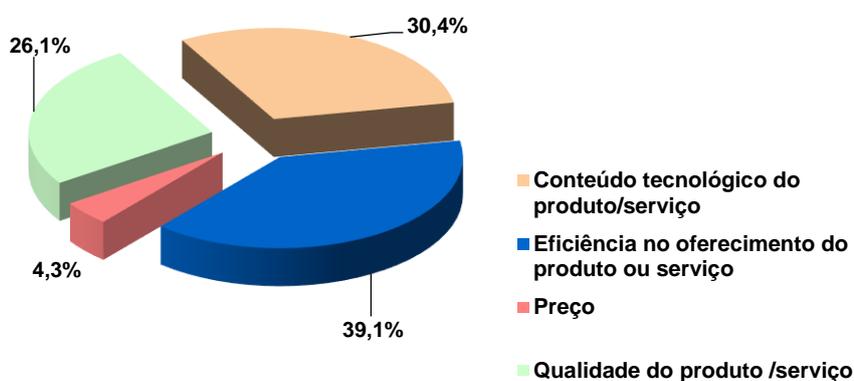


Gráfico 20 – Principal diferencial da empresa. Fonte: O autor

Além disso, os empreendedores creditaram às boas perspectivas de crescimento do mercado (83%) e à existência ou perspectiva de criação de produtos ou serviços inovadores (65%) as principais razões para que suas empresas tenham despertado interesse dos fundos de VC (Gráfico 21).

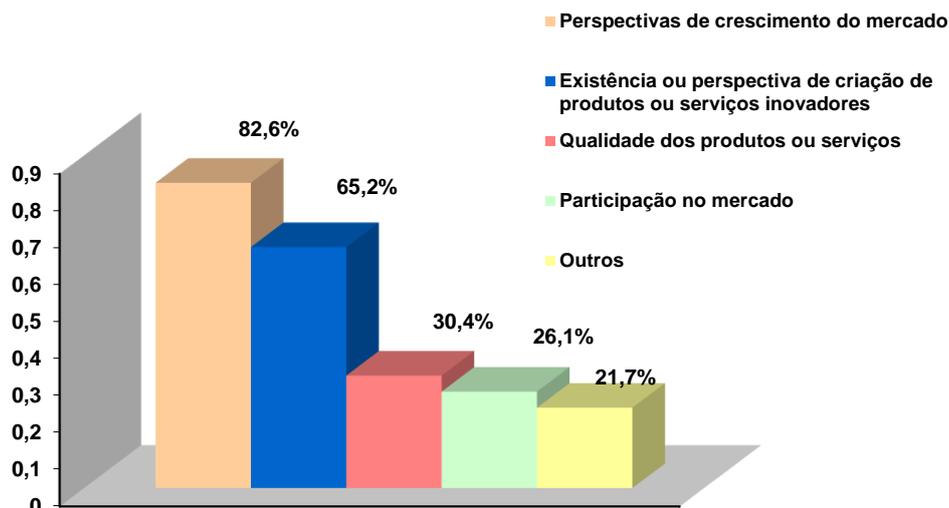


Gráfico 21 – Razão para ter despertado interesse de um fundo de VC. Fonte: O autor

A maioria das empresas (70%) avalia que o ingresso do fundo promoveu grandes mudanças na empresa, cujos efeitos permanecerão após a saída do fundo (Gráfico 22). Adicionalmente, 96% das empresas julgaram como positiva a contribuição do fundo para empresa (Gráfico 23).

Como reflexo destas evidências, todas as empresas recomendam a associação de empresas aos fundos de VC, sendo que 26% indicam esta parceria em qualquer condição (Gráfico 24).

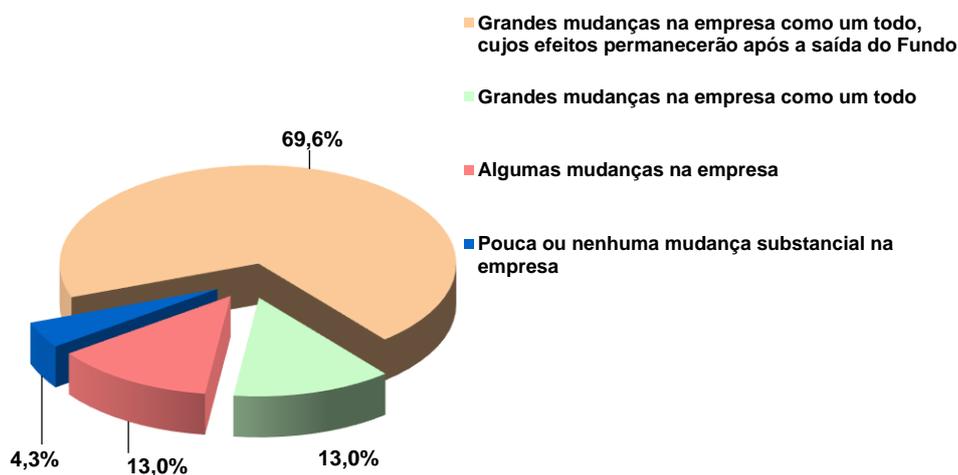


Gráfico 22 – Efeitos do ingresso do fundo. Fonte: O autor

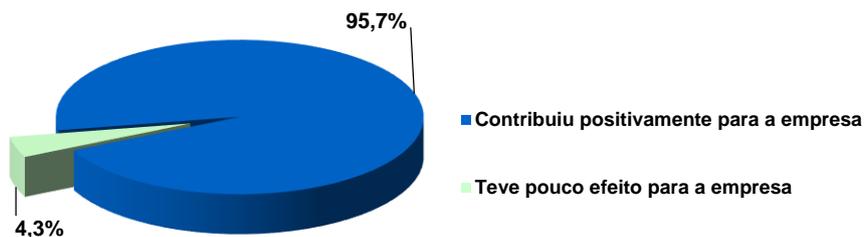


Gráfico 23 – Contribuição do fundo para a empresa. Fonte: O autor

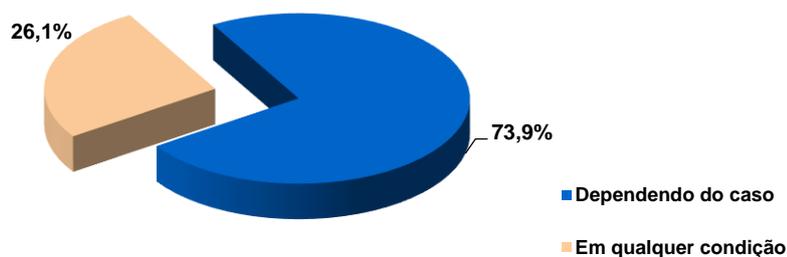


Gráfico 24 – Recomendação quanto à associação a fundo de VC. Fonte: O autor

A maior contribuição dos fundos de VC foi o aporte de recursos e o suporte na gestão do negócio, para 48% e 30% dos respondentes, respectivamente. Se considerarmos que a resposta “Outros” contemplou a afirmação de que “recursos e o suporte gerencial são igualmente importantes”, os percentuais acima são ainda maiores (Gráfico 25).

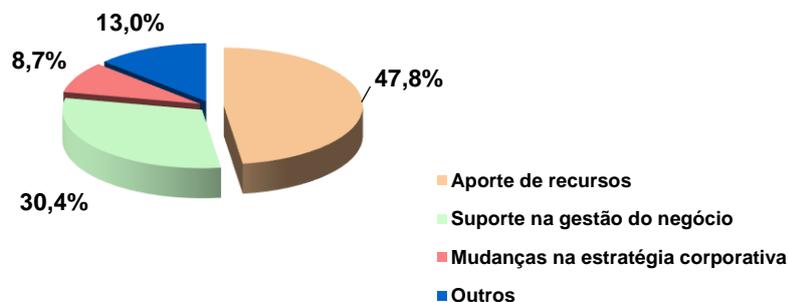


Gráfico 25 – Maior contribuição do fundo para a empresa. Fonte: O autor

Por fim, o questionário avaliou se os empreendedores gostariam de contribuir com alguma sugestão e/ou crítica à pesquisa, bem como ao desenvolvimento da atividade de *Venture Capital*. No que concerne às observações sobre a pesquisa, foram levantados os seguintes pontos:

- Deveria ser perguntando qual o tempo decorrido entre a aprovação do investimento nas instâncias de governança do fundo e a efetiva liberação dos recursos;
- A pesquisa é extremamente relevante e julgam importante a Finep ter contato com o “outro lado” da operação;
- Interessante o trabalho, por realizar uma boa cobertura das atividades da empresa, os efeitos do fundo de VC, etc.;

Já com relação à atividade de *Venture Capital*:

- Deveria haver um consultor de gestão dentro do fundo para auxiliar as empresas;
- Deveria existir um “manual básico” de governança e de gestão para os empreendedores – não há conhecimento a priori, por exemplo, de como funciona um Conselho de Administração;
- Os fundos deveriam avaliar melhor a relação risco/retorno no que tange ao tamanho do aporte de recursos na empresa.

## 5

### Conclusões

Este projeto objetivou avaliar em que medida os gestores de Fundos de *Venture Capital* influenciam a curva de crescimento das empresas inovadoras que compõem a carteira INOVAR. O levantamento perpassou diversos assuntos além da atividade de pesquisa, desenvolvimento e inovação das empresas, tais como resultados financeiros e comerciais, governança corporativa, inovação e demais aspectos sobre o impacto do Fundo nas empresas investidas. Essas variáveis possibilitaram avaliar, ainda que de maneira incipiente, o impacto da participação dos Fundos nas empresas tanto em termos de aporte de recursos financeiros quanto do ponto de vista gerencial.

De maneira geral, observamos que os gestores dos fundos de investimentos que compõem a carteira INOVAR têm contribuído positivamente no desenvolvimento das empresas investidas. Entretanto, essa avaliação deve ser considerada com parcimônia dadas as restrições da presente pesquisa.

Neste sentido, destacamos os seguintes pontos:

- Todas as informações levantadas foram integralmente fornecidas pelas empresas, cabendo a elas a veracidade dos dados coletados;
- Em função da quantidade de empresas respondentes e da série temporal bastante limitada não foi possível extrapolar os resultados apontados para os setores aos quais as companhias investidas pertencem, tampouco tecer considerações de ordem econométrica;
- A ausência e a imprecisão de algumas das informações levantadas não permitiram uma robusta comparação entre o desempenho da empresa antes e após a entrada do fundo no que tange aos dados quantitativos;
- E, por fim, a inexistência de um grupo de controle também representa uma forte limitação da pesquisa.

Como sugestão para trabalhos futuros, pode-se avaliar a viabilidade de, em se expandindo a base de empresas da amostra, bem como a série temporal dos resultados financeiros antes e depois da entrada do fundo de *Venture Capital* na estrutura de capital das firmas, ajustar um modelo econométrico, por exemplo do tipo “*cross-section*”, em que se procure avaliar de forma estatisticamente significativa a influência dos gestores de VC na curva de crescimento das empresas.

Todavia, consideramos os resultados apurados de grande relevância para a indústria de *Venture Capital*, por um lado, e para a Finep, por outro.

Neste sentido, entendemos que a pesquisa deva ser empreendida de maneira contínua, com a maior amplitude possível, visando um monitoramento mais acurado da atividade de *Venture Capital* no Brasil e, sobretudo, objetivando avaliar a eficácia e eficiência de uma política pública dessa natureza.

Por fim, este trabalho pode ser usado, tanto pela Finep, quanto por outros órgãos de fomento, para a elaboração de novos instrumentos visando o fomento da atividade de P, D&I nas empresas, tão necessária ao desenvolvimento do país.

## Referências Bibliográficas

ALEMANY, L., and MARTI, J. **Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms.** Working paper, 2005.

AMIT, R., BRANDER, J., and ZOTT, C. **Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian Evidence.** Journal of Business Venturing, v.13, p. 441-446, 1998.

AUDRESTSCH, D., and LEHMANN, E. **Financing high tech growth: The role of banks and venture capitalists.** Schmalenbach Economic Review, 56, 340–357, 2004.

BARROS, P.T.M. **Empresas com Fundos de Private Equity Possuem Maior Valor e Remuneram Melhor Seus Executivos? Evidencias do Mercado Brasileiro.** 37 p. (Mestrado em Administração). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2013.

BERTONI, F., COLOMBO, M. G., and GRILLI, L. **Venture capital financing and the growth of new technology based firms.** Working paper, Politecnico di Milano, Department of Management, Economics and Industrial Engineering. 2008.

BOTAZZI, L., and DA RIN, M. **Venture capital in Europe and the financing of innovative companies.** Economic Policy, 17, 229–269. 2002.

BURGEL, O., FIER, A., LICHT, G., and MURRAY, G. **Internationalisation of high tech start-ups and fast growth: Evidence from Germany and UK,** DP 00-35. Mannheim: Centre for European Economic Research. 2000.

CARVALHO, A.G., RIBEIRO, L.L., e FURTADO, C.V. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: segundo censo brasileiro.** Saraiva. São Paulo. 2011.

COLOMBO, M., D'ADDA, D., and PIVA, E. **The contribution of university research to the growth of academic start-ups: An empirical analysis.** Journal of Technology Transfer, this issue. 2009

COLOMBO, M., and PIVA, E. **Firms' genetic characteristics, competence enlarging strategies, and performance: A comparison of academic and non-academic start-ups.** Working paper, Politecnico di Milano, Department of Management, Economics and Industrial Engineering. 2008.

DAVILA, A., FOSTER, G., and GRUPTA, M. **Venture capital financing and the growth of start-up firms.** Journal of Business venturing, 18, 689–708. 2003.

ENGEL, D., and KEILBACH, M. **Firm level implications of early stage venture capital investment: An empirical investigation.** Journal of Empirical Finance, 14, 150–167. 2007.

ENGEL K., WAGNER K., and HUBBERT J., **Innovation management assessment: Superior Innovation capabilities enable profitable growth,** A.T. Kearney Inc. 2007.

FERRARI, G.L., e MINARDI, A.M.A.F. **O Desempenho de Ofertas Públicas Iniciais de Empresas Brasileiras Financiadas por Fundos de Private Equity,** Insper Working Paper WPE: 224/2010. 2010.

GIOIELLI, S.P.O. **Os Gestores de Private Equity e Venture Capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa.** 106 p. (Mestrado em Administração). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2008.

GORGULHO, L. F. **Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec.** 1996. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev706.pdf>.

GIL, A.C. **Normas para elaboração de Projeto de Pesquisa e redação de monografia.** Vitória. 1996.

GIL, A.C. **Metodologia do Ensino Superior.** Atlas. 1990.

GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Relatório de Pesquisa.** 2011.

HELLMANN, T., and PURI, M. **The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital.** Review of Financial Studies, 13, 959–984. 2000.

JAIN, B., and KINI, O. **Venture capitalists' participation and the post-issue operating performance of IPO firms.** Managerial and Decision Economics, 6, 593–606. 1995.

KEUSCHNIGG, C. **Venture Capital Backed Growth.** Journal of Economic Growth, 9, 239–261. 2004.

MANIGART, S., and VAN HYFTE, M. **Post investment evolution of VC-backed companies.** In P. Reynolds, et al. (Eds.), Frontiers of entrepreneurship research. Wellesley, MA: Babson College, 1999.

SOUZA, L.F.M. **Fundos de Private Equity e governança corporativa das empresas listadas no Brasil.** 32 p. (Mestrado em Administração). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2011.

VERGARA, S. C. **Metodologia do trabalho científico**. 22<sup>a</sup> ed. São Paulo. Cortez. 2002.

VERGARA, S. C. **Métodos de pesquisa em administração**. São Paulo. Atlas. 2005.

## PESQUISA DE AVALIAÇÃO DE IMPACTO – PROGRAMA INOVAR

### Identificação do questionário

1. Identificação do entrevistador

---

2. Data da entrevista

\_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_

### Identificação da empresa

1. Razão social e nome fantasia

---

---

2. CNPJ

---

3. Município / unidade da federação

---

4. Data da entrada do Fundo na empresa

---

5. Participação atual do Fundo na empresa (em % do capital social)

---

## **Identificação do entrevistado**

1. Nome do entrevistado

---

2. Cargo do entrevistado

---

3. Telefone do entrevistado

---

4. E-mail do entrevistado

---

## **Características da empresa**

### **Parte I – Resultados financeiros e área de atuação**

1. Breve descrição do produto ou serviço mais importante da sua empresa em termos de faturamento

---

---

---

2. Qual a participação desse produto ou serviço no faturamento da empresa (em %)?

---

3. Qual o tempo que o produto ou serviço mais importante para a sua empresa permanece no mercado com as mesmas especificações,

ou seja, até que o mesmo seja substituído ou substancialmente aperfeiçoado/modificado?

- a. Menos de 1 ano;
- b. De 1 a 3 anos;
- c. Mais de três anos;
- d. Impossível de responder.

4. Preencha a tabela abaixo de acordo com as orientações abaixo:

<b>Resultados financeiros</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Receita bruta (R\$)													
Receita líquida (R\$)													
Lucro líquido (R\$)													
Margem operacional (%)													
EBITDA ou LAJIDA (R\$)													

Orientações:

- Caso não exista alguma dessas informações, favor deixar em branco;
- Receita líquida = receita líquida apurada nas demonstrações financeiras/contábeis;
- Lucro líquido = lucro líquido apurado nas demonstrações financeiras/contábeis;
- Margem operacional = lucro operacional / receita líquida (em %);
- EBITDA ou LAJIDA = lucro bruto antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização.

5. Qual o principal mercado da empresa em termos de faturamento?

- a. Estadual;
- b. Regional;
- c. Nacional;
- d. Mercosul;
- e. Estados Unidos / Europa / Outros países;

6. Qual a importância do Fundo nos resultados financeiros da empresa?
- a) Alta;
  - b) Média;
  - c) Baixa;
  - d) Não relevante;
7. Qual a importância do Fundo na administração das despesas nos últimos anos?
- a) Alta;
  - b) Média;
  - c) Baixa;
  - d) Não relevante;
8. Qual a importância do Fundo no relacionamento da empresa com fornecedores e clientes nos últimos anos?
- a) Alta;
  - b) Média;
  - c) Baixa;
  - d) Não relevante;

Descreva as causas associadas às respostas 6 a 8 (utilize o espaço que achar necessário)

---

---

---

---

---

## Parte II – Governança Corporativa

9. Na sua avaliação, qual a importância do Conselho de Administração da empresa na gestão dos negócios:

- a) Alta;
- b) Média;
- c) Baixa;
- d) Não relevante;

10. Qual a importância do Conselho de Administração no resultado operacional (faturamento, gestão das despesas, etc.) da empresa?

- a) Alta;
- b) Média;
- c) Baixa;
- d) Não relevante;

11. Na sua avaliação, medidas de transparência e de prestação de contas aos acionistas e à sociedade (*accountability*) apresentaram contribuição:

- a) Alta;
- b) Média;
- c) Baixa;
- d) Não relevante;

Descreva as causas associadas às respostas 9 a 11 (utilize o espaço que achar necessário)

---

---

---

---

---

### Parte III – Inovação

12. Nos últimos 3 anos a empresa introduziu algum produto, serviço ou processo tecnologicamente novo ou significativamente aperfeiçoado?

- a. Sim, no mercado nacional;
- b. Sim, no mercado mundial;
- c. Não.

13. Descreva brevemente este produto, serviço ou processo tecnologicamente novo ou significativamente aperfeiçoado:

---

---

14. Quem desenvolveu esta inovação?

- a. A própria empresa;
- b. A própria empresa com outra empresa do grupo;
- c. A própria empresa em cooperação com outras empresas:

---

- d. A própria empresa em cooperação com Universidade / instituição de ciência e tecnologia:

---

- e. Outras empresas: \_\_\_\_\_

15. Qual o maior impacto das inovações de produto, serviço ou processo implementadas nos últimos anos?

- a. Melhorou a qualidade e quantidade dos bens ou serviços;
- b. Manteve a participação da empresa no mercado;
- c. Ampliou a participação da empresa no mercado;
- d. Redução de custos operacionais;
- e. Outros: \_\_\_\_\_

- f. Não houve impacto até o momento.

16. A empresa investe em máquinas, equipamentos, softwares, entre outros, visando especificamente a implementação de produto, serviço ou processo tecnologicamente novo ou aprimorado?

- a. Sim, sempre investiu;
- b. Sim, desde o ingresso do Fundo;
- c. Não, nunca investiu e/ou não investe atualmente;
- d. Não, mas esse é um objetivo da empresa.

17. Preencha a tabela abaixo, em percentual do faturamento:

Dispêndio	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Máquinas, equipamentos, softwares, entre outros bens de investimento													

18. Nos últimos 3 anos a empresa realizou algum projeto para desenvolver ou introduzir produto, serviço ou processo tecnologicamente novo ou aprimorado mas **que foi abandonado**?

Por qual motivo?

- a. Sim, por falta de recursos;
- b. Sim, porque os resultados financeiros foram menores do inicialmente planejado;
- c. Sim, porque os resultados tecnológicos foram diferentes do inicialmente planejado;
- d. Sim, por outros motivos: \_\_\_\_\_
- e. Não.

19. A empresa investe atualmente em pesquisa e desenvolvimento (P&D)?

- a. Sim, investe de forma contínua;
- b. Sim, investe de forma ocasional;
- c. Sim, desde o ingresso do Fundo;
- d. Não, mas já investiu;
- e. Não, mas esse é um objetivo da empresa.

20. Qual é/foi a fonte de financiamento das atividades de P&D (marque quantas opções julgar necessário)?

- a. Recursos próprios;
- b. Recursos de terceiros de entes privados;
- c. Recursos de terceiros de entes públicos;
- d. Recursos próprios e de terceiros.

21. Preencha a tabela abaixo, em percentual do faturamento:

Despêndio	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
P&D													

22. Existe um departamento de P&D na empresa?

- a. Sim;
- b. Não.

23. Quantos profissionais trabalham predominantemente neste departamento?

- a. Área fim (pesquisadores): \_\_\_\_\_
- b. Pessoal de apoio em geral: \_\_\_\_\_

24. Por que motivo a empresa realizou / contratou atividades de P&D (marque quantas opções julgar necessário)?

- a. Aprimoramento de produtos;
- b. Pressão dos concorrentes;
- c. Resposta aos fornecedores;
- d. Pressão dos clientes;
- e. Preservação do meio ambiente;
- f. Conquistar novos mercados;
- g. Aumentar a participação de mercado (*market share*);
- h. Aumentar a receita;
- i. Outros: \_\_\_\_\_

25. Por que motivo sua empresa não realizou / contratou atividades de P&D?

- a. Não considera necessária para o desempenho da empresa;
- b. Essas atividades são desenvolvidas por outra empresa do grupo;
- c. Outros: \_\_\_\_\_

26. A empresa já depositou algum pedido de patente junto aos órgãos responsáveis?

- a. Sim, no Brasil;
- b. Sim, no exterior;
- c. Sim, no Brasil e no exterior;
- d. Não;
- e. Não, mas esse é um objetivo da empresa;

27. Quantos pedidos de patente ocorreram:

- a. Antes do ingresso do Fundo: \_\_\_\_\_

b. Após o ingresso do Fundo: \_\_\_\_\_

28. No final de 2012 a empresa dispunha de alguma patente em vigor?

- a. Sim, no Brasil;
- b. Sim, no exterior;
- c. Sim, no Brasil e no exterior;
- d. Não;

29. Quais dos seguintes programas/recursos que mais contribuíram/contribuem para as atividades de inovação?

- a. Incentivos fiscais à P&D, inovação tecnológica e lei de informática;
- b. Parcerias com universidades e institutos de pesquisa;
- c. Aporte do fundo de investimento;
- d. Empréstimos bancários;
- e. Subvenção;
- f. Outros: \_\_\_\_\_

30. Quais dos seguintes programas/recursos oferecidos pela FINEP que a sua empresa utilizou? Em que mês/ano?

- a. Programa Pró-Inovação: \_\_\_\_\_
- b. Programa Juro Zero: \_\_\_\_\_
- c. Projetos cooperativos: \_\_\_\_\_
- d. Subvenção Econômica: \_\_\_\_\_
- e. Outros: \_\_\_\_\_

#### Parte IV – Observações Gerais

31. De modo geral, qual o principal diferencial da empresa:
- a. Qualidade do produto/serviço;
  - b. Eficiência no oferecimento do produto/serviço;
  - c. Conteúdo tecnológico do produto/serviço;
  - d. Preço;
  - e. Outros: \_\_\_\_\_
32. Por que razão você acredita que sua empresa despertou interesse de um fundo de VC?
- a. Qualidade dos produtos ou serviços;
  - b. Existência ou perspectiva de criação de produtos ou serviços inovadores;
  - c. Participação no mercado;
  - d. Perspectivas de crescimento do mercado;
  - e. Outros: \_\_\_\_\_
33. Na sua avaliação, o ingresso do Fundo promoveu:
- a. Grandes mudanças na empresa como um todo;
  - b. Grandes mudanças na empresa como um todo, cujos efeitos permanecerão após a saída do Fundo;
  - c. Algumas mudanças na empresa;
  - d. Pouca ou nenhuma mudança substancial na empresa;

34. De maneira geral, você acredita que o Fundo:

- a. Contribuiu positivamente para a empresa;
- b. Contribuiu negativamente para a empresa;
- c. Teve pouco efeito para a empresa;
- d. Não teve efeito para a empresa;

35. Você recomenda a outros empreendedores uma associação com Fundos de Investimento:

- a. Sim, em qualquer condição;
- b. Sim, dependendo do caso;
- c. Não;

36. De maneira geral, qual a maior contribuição dos Fundos de Investimento para as empresas?

- a. Aporte de recursos;
- b. Suporte na gestão do negócio;
- c. Mudanças na estratégia corporativa;
- d. Mudanças nos conceitos/estratégias de marketing;
- e. Outros: \_\_\_\_\_

37. Você tem alguma sugestão para a realização de pesquisas futuras ou deseja fazer alguma observação adicional?

---

---

---