

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Antonio Amaral Moreira

**O impacto de venture capitalists na
internacionalização de startups**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Orientador: Prof. Jorge Manoel Teixeira Carneiro

Rio de Janeiro
Março de 2016.



Antonio Amaral Moreira

**O impacto de venture capitalists na
internacionalização de startups**

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

Prof. Jorge Manoel Teixeira Carneiro

Orientador
Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabús Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Carlos Heitor Campani

Instituto COPPEAD de Administração - UFRJ

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 23 de março de 2016

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

Antonio Amaral Moreira

Graduado no curso de Relações Internacionais no Ibmec-RJ com curso de extensão de empreendedorismo em Babson College, nos Estados Unidos.

Ficha Catalográfica

Moreira, Antonio Amaral

O impacto de venture capitalists na internacionalização de startups/ Antonio Amaral Moreira; orientador: Jorge Manoel Teixeira Carneiro. – 2016.

108 f. : il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2016.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Venture capital. 3. Internacionalização. 4. Pequenas empresas. 5. Start-ups. I. Carneiro, Jorge Manoel Teixeira. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

À Lucilia, minha mãe, dona do coração mais belo e puro que já conheci.

Agradecimentos

Como não poderia ser diferente, começo agradecendo à minha família. Obrigado Antonio (*in memoriam*) e Lucília, meus pais, por nunca terem medido esforços em investir no meu futuro e educação. Agradeço também à minha querida noiva Beatriz por ser minha companheira onipresente e por ter me apoiado incondicionalmente em todos os momentos. Agradeço aos meus avôs e minhas avós, tios e tias, primos e primas e também à Iolanda por sempre me darem todo o carinho e conforto possível.

Reconheço a importância que meus amigos e colegas de turma tiveram nessa caminhada. Sua companhia foi fundamental para o meu processo de amadurecimento profissional e intelectual.

Agradeço ao meu orientador, professor Jorge Carneiro. Obrigado por toda a orientação neste trabalho, incansável apoio e valiosos conselhos. Sua atenção, a paciência comigo, além de suas preciosas aulas foram fundamentais para a concretização desse trabalho.

Sou muito grato aos professores Marco Aurélio Sá Ribeiro e Flavia Cavazotte, grandes incentivadores para a minha formação acadêmica no mestrado. Estendo meus cumprimentos a inúmeros professores da PUC-Rio que participaram nessa minha jornada nos últimos anos.

Aproveito para destacar a importância que cada um dos entrevistados teve para a realização deste trabalho e, indiretamente, para dar maior visibilidade às discussões presentes nesta pesquisa que poderão auxiliar futuras jornadas empreendedoras, movimentos de internacionalização e o alto retorno de investidores.

Por último, mas não menos importante agradeço às experiências profissionais que tive na Endeavor, 21212 e B2W Digital, organizações empreendedoras de referência, que me ensinaram a sonhar grande e fazer o que gosto.

Resumo

Moreira, Antonio Amaral; Carneiro, Jorge Manoel Teixeira. **O impacto de venture capitalists na internacionalização de startups**. Rio de Janeiro, 2016. 108 p. Dissertações de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Embora *venture capitalists* tenham realizado um substancial aporte de capital em *startups* e algumas destas tenham se internacionalizado, a literatura acerca do impacto de capitalistas de risco sobre os processos de internacionalização e os resultados das empresas beneficiárias de seu investimento ainda é escassa. Em busca de evidências sobre os vários aspectos pelos quais o capital de risco pode contribuir para (ou, caso contrário, dificultar) o caminho e o sucesso internacional de pequenas empresas, este estudo qualitativo, com base em entrevistas em profundidade, investigou as percepções de tais impactos sob o ponto de vista dos executivos de fundos de capital de risco e dos fundadores ou CEOs de pequenas empresas que receberam apoio financeiro e também de gestão. Os dados foram coletados em empresas brasileiras de tecnologia que se internacionalizaram, enquanto, no geral, a literatura tem se centrado nos Estados Unidos, Europa Ocidental e China. Os resultados deste estudo são controversos no tocante aos esperados efeitos positivos dos capitalistas de risco sobre o acesso a recursos financeiros, apoio à gestão, acesso a redes, construção de reputação / credibilidade e desenvolvimento de cultura organizacional.

Palavras- chave

Venture capital; internacionalização; pequenas empresas; start-ups

Abstract

Moreira, Antonio Amaral; Carneiro, Jorge Manoel Teixeira (Advisor). **The impact of venture capitalists on the internationalization of startups**. Rio de Janeiro, 2016. 108p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

While the venture capital market has gained increasing importance over time in the entrepreneurial ecosystem, venture capitalists have been investing substantial amounts of capital in startups, which often internationalize in order to keep growing. However, the evidence on the impact of investors on the internationalization processes and the results of investee companies are still scarce. In search of evidence about the several aspects by which venture capital can contribute to (or, otherwise, hamper) the international path and success of startups, this qualitative study, based on in-depth interviews, investigated the perceptions of such impacts, from the standpoint of venture capitalists and founders and CEOs of small and medium companies that have received financial support and also managerial support from their respective investors. Data were collected on Brazilian digital companies, although most of the literature focus on experiences in the US, Western Europe and China. Findings bring mixed evidence as regards expected positive effects from the investors' contribution regarding access to financial resources, management support, access to networks, credibility and organizational culture.

Keywords

Venture capital; internationalization; small companies; start-ups

Sumário

1	Introdução	11
1.1.	Objetivos do estudo	14
1.2.	Delimitação do estudo	14
1.3.	Relevância do estudo	16
2	Referencial teórico	18
2.1.	Benefícios teoricamente esperados do capital de risco	18
2.2.	Impactos esperados sobre o processo de internacionalização	35
2.3.	Efeitos moderadores	38
2.4.	Consolidação dos argumentos teóricos	45
3	Metodologia	48
3.1.	Justificativa para realizar estudos de casos múltiplos	48
3.2.	Critérios para seleção dos casos entrevistados	49
3.3.	Procedimentos de coleta e análise de dados	50
3.4.	Limitações do método	51
4	Análise e Interpretação dos Resultados	52
4.1.	Descrição dos resultados – análise por cada caso	52
4.2.	Descrição dos resultados – análise comparativa entre os casos	72
5	Conclusões	92
6	Referências Bibliográficas	100
	Anexo – Roteiro de Entrevista	105

Lista de figuras

Figura 1 - Framework teórico	46
------------------------------------	----

Lista de tabelas

Tabela 1 – Resumo Benefícios do Aporte Financeiro	23
Tabela 2 - Resumo Benefícios do Suporte na Gestão	25
Tabela 3 - Resumo Benefícios do Acesso a <i>networks</i>	28
Tabela 4 - Resumo Benefícios da Reputação e Credibilidade	32
Tabela 5 - Resumo Benefícios do Desenvolvimento de Cultura Internacional....	35
Tabela 6 – Variáveis moderadoras	44
Tabela 7 – Contribuições gerais do investidor.....	74
Tabela 8 - Impacto do aporte de recursos financeiros.....	76
Tabela 9 – Impactos do suporte na gestão	78
Tabela 10 - Contribuição pelo acesso a <i>networks</i>	80
Tabela 11 - Contribuição por meio da reputação e credibilidade.....	81
Tabela 12 - Contribuição com o desenvolvimento de uma cultura internacional	82
Tabela 13 - Impacto sobre os resultados da internacionalização	84
Tabela 14 - Impactos nos resultados da internacionalização	87
Tabela 15 - Impactos negativos no processo de internacionalização	88
Tabela 16 – Fatores moderadores nas ações dos investidores	89
Tabela 17 - Possíveis diferenças se a empresa tivesse um investidor diferente	91

1 Introdução

O acesso limitado de capital para *startups* impõe desafios para que pequenas e médias empresas possam alavancar o crescimento do negócio. Apesar desses obstáculos, alguns empreendedores são capazes de conduzir suas empresas em um ritmo de alto crescimento e desenvolver modelos de negócio de alto impacto. Em alguns casos, mesmo com a escassez de recursos e ainda em um estágio de desenvolvimento muito precoce, parte dessas empresas busca crescer a partir da internacionalização (LUTZ e GEORGE, 2012).

Segundo Carpenter, Pollock e Leary (2003), para muitos pesquisadores de estratégia e organizações, *startups* de tecnologia são a personificação do risco. Estas empresas são tipicamente analisadas como arriscadas devido a diferentes fatos: (i) por serem muito novas, não possuem um vasto histórico de operação e rentabilidade, (ii) seus ciclos de tecnologia e produtos são de duração relativamente curta, (iii) têm a tarefa de aumentar rapidamente suas posições de mercado em segmentos da indústria altamente competitivos e (iv) quando não estão em indústrias muito competitivas atuam usualmente em segmentos emergentes e portanto, empreendem desbravando mercados que ainda não existem ou que não são maduros.

Talvez por conta dessa diversidade de riscos a que estão expostas não seja surpreendente que, antes de ir a público, muitas *startups* buscam focar suas estratégias para desenvolver tecnologias e suas vantagens competitivas dentro dos limites familiares de seus mercados internos. Assim somente após o amadurecimento de sua operação e modelo de negócio, que a maior parte dos empreendedores se sente mais confiante em se aventurar em uma complexa estratégia de crescimento internacional de larga escala (JOHANSON e VAHLNE, 1977; KUEMMERLE, 2001; *apud* CARPENTER, POLLOCK, LEARY 2003).

Entretanto, o foco dessas companhias em seus respectivos mercados domésticos apresenta um dilema estratégico, visto que muitos *startups* já nascem com potencial de atuação global. Alguns autores têm sugerido que a busca pela expansão internacional de empresas iniciantes pode aumentar a legitimidade da organização, a aprendizagem tecnológica e a melhoria do

desempenho da companhia por conta do aumento das vendas (AUTIO, SAPIENZA e ALMEIDA, 2000; LU e BEAMISH, 2001; ZAHRA, IRLANDA e HITT, 2000; *apud* CARPENTER, POLLOCK, LEARY, 2003). No entanto, a internacionalização pode ter efeitos adversos sobre o desempenho da empresa e sua respectiva sobrevivência, caso este processo seja mal planejado ou executado.

Apesar de ser uma das maiores economias do mundo, o Brasil ainda tem baixa representatividade no mercado internacional. Segundo Agostini (2015), a participação brasileira nas exportações mundiais representou somente 1,2% no ano de 2014. Esse resultado é expresso de acordo com dados publicados pelo Portal Brasil (2015), a partir do registro de 19.250 companhias nacionais exportadoras em 2014. No entanto, Cavallini (2015) apresentou um estudo da ESPM que conclui que das dezenas de milhares empresas brasileiras exportadoras, somente 400 tinham investimento direto no exterior neste mesmo ano, das quais aproximadamente 70% seriam do setor manufatureiro. Estes dados indicam que além da internacionalização ser uma realidade de uma minoria de empreendedores brasileiros, os exemplos de empresas nacionais com atividade no exterior da indústria de tecnologia são ainda mais raros.

De acordo com a visão de alguns autores (BARNEY, 1991; TEECE, PISANO & SHUEN, 1997; *apud* YAMAKAWA, PENG, DEEDS, 2008), o crescimento sustentável e sucesso de uma companhia dependem da relação entre seus recursos e processos organizacionais. A internacionalização é uma estratégia de crescimento para pequenas e médias empresas e alguns estudos investigam a relação e importância dos recursos financeiros para o sucesso da internacionalização (CARPENTER, POLLOCK, LEARY, 2003; HITT, UHLENBRUCK, & SHIMIZU, 2006; *apud* YAMAKAWA, PENG, DEEDS, 2008).

De acordo com a E&Y (2015), a indústria de *venture capital* movimentou nos Estados Unidos, Europa, China, Israel e Índia mais de 86 bilhões de dólares. Os investidores de *venture capital* representam uma fonte relevante de recursos financeiros e não financeiros para empresas iniciantes (LUTZ e GEORGE, 2012). Além do aporte financeiro, eles podem auxiliar na internacionalização de pequenas e médias empresas de diversas formas: oferecendo suporte gerencial para os empreendedores, acesso a redes de relacionamento, influência na determinação de diretrizes em conselhos de administração, participação na estratégia de investimento das companhias ou até mesmo desafiando e substituindo os gestores da empresa que não estiverem performando bem.

Alguns fundos de capital de risco ao desenvolverem teses de investimento para orientar suas ações com as empresas investidas aprofundam seu nível de conhecimento sobre determinados setores da economia global e, conseqüentemente aumentam sua importância estratégica para a internacionalização das empresas investidas, permitindo que estas superem as limitações de um mercado interno pouco desenvolvido. A busca pelo aumento da escala internacional e a lucratividade de suas companhias poderia encorajar determinados *venture capitalists* a aprimorar cada vez mais a qualidade do suporte oferecido para as companhias se internacionalizarem (GEORGE, WIKLUND, ZAHRA, 2005).

Contudo, segundo Fernhaber e McDougall-Covin (2009, p. 288):

[...] empirical results of previous studies have been largely mixed, with the relationship between the VC [venture capitalist] and venture internationalization found to be sometimes negative (Carpenter et al., 2003; George et al., 2005), sometimes positive (George et al. 2005); LiPuma, 2007), and in some cases, inconclusive (Burgel & Murray, 1998; Fernhaber, Gilbert, & McDougall, 2008).

Enquanto a literatura apresenta diferentes argumentos que evidenciam de que formas a internacionalização de *startups* pode ser afetada pela presença de investidores de capital de risco na companhia, evidências empíricas ainda são escassas. Tanto a academia quanto as empresas podem se beneficiar a partir de um profundo entendimento sobre de que forma participação de investidores de risco afeta o crescimento de pequenas e médias empresas. Adicionalmente, também é interessante observar os esforços dos investidores para contribuir com a internacionalização das companhias, os resultados observados e eventuais fatores moderadores que poderiam modificar tais resultados.

Este estudo busca fornecer evidências qualitativas para responder a seguinte questão de pesquisa: como investidores de capital de risco afetam o processo de internacionalização e os respectivos resultados de pequenas e médias empresas?

1.1. Objetivos do estudo

Este trabalho tem caráter exploratório por pretender contribuir na análise sobre como investidores de capital de risco podem afetar o processo de internacionalização e os respectivos resultados de pequenas e médias empresas investidas.

Para se atingir o objetivo final proposto esse estudo prevê, como objetivos intermediários a serem alcançados:

- ✓ Identificar as principais formas de contribuição que um investidor de capital de risco pode aportar em uma empresa. Assim será possível analisar argumentos na bibliografia se investidores podem contribuir de forma positiva ou negativa durante a internacionalização.
- ✓ Selecionar variáveis que poderiam atuar como moderadoras da influência que investidores podem assumir no processo de internacionalização de suas empresas.
- ✓ Confrontar os principais argumentos e observações identificados na revisão bibliográfica com o relato de empreendedores e investidores entrevistados neste trabalho que vivenciaram a internacionalização de *startups* digitais brasileiras.

1.2. Delimitação do estudo

Este estudo volta-se mais especificamente para abordar como investidores de capital de risco podem auxiliar no processo de internacionalização de pequenas e médias empresas sob os pontos de vista específicos: quais recursos podem ser aportados, quais possíveis resultados da internacionalização podem ser afetados por conta da influência dos investidores e se determinadas variáveis moderadoras poderiam afetar a contribuição dos investidores ao longo do processo de internacionalização.

Tal ângulo de análise se mostra interessante e importante porque os resultados encontrados poderão ajudar a compreender melhor se o investidor pode contribuir com algum aspecto ligado à internacionalização de empresas. Consequentemente, este trabalho também pode auxiliar com informações levantadas na revisão bibliográfica e nos resultados encontrados da pesquisa a fim de aperfeiçoar o relacionamento entre empreendedores e investidores para

que estes possam agregar o máximo de valor possível em suas respectivas companhias.

A pesquisa foi orientada para observar a influência de investidores de capital de risco, com maior ênfase na modalidade de *venture capital* apesar de parte da bibliografia pesquisada foi focada em casos de *private equity* também. Não foi considerada na análise qualquer outra modalidade de investimento que não seja orientada para o capital de risco.

Este trabalho segue a definição de Metrick e Yasuda (2010) sobre *venture capital* que define cinco características próprias: (i) *venture capitalists* são intermediadores financeiros, pois utilizam os recursos dos “proprietários do capital” para investir em empresas, (ii) realizam investimento apenas em companhias privadas, (iii) os *venture capitalists* podem atuar monitorando e auxiliando as organizações de seu portfólio, (iv) o principal objetivo de um *venture capital* é maximizar o retorno de seu investimento a partir de uma saída e (v) investidores de capital de risco investem para financiar o crescimento das companhias.

Adicionalmente para a amostra selecionada na análise qualitativa foram considerados apenas casos de empresas de tecnologia brasileiras que se internacionalizaram a partir dos anos 2000. Também foi priorizado selecionar somente casos de *startups* considerados com grau de alto potencial de crescimento por seus investidores no momento em que foram investidas.

O motivo do foco do estudo ter sido de empresas de tecnologia se deve pelo fato dessas empresas necessitarem relativamente de menos recursos para se internacionalizar, podendo escalar mais rapidamente sem um esforço tão grande de presença física em alguns casos em comparação com outras indústrias. Além disso, empresas de tecnologia são os principais alvos de fundos de *venture capital* no Brasil.

Embora relevante este estudo não realizou uma abordagem quantitativa que correlacione estatisticamente a importância de diferentes recursos disponibilizados por investidores para o sucesso da internacionalização das empresas investidas. O volume de empresas brasileiras de tecnologia que foram investidas e, após disso, se internacionalizaram não é expressivo quando comparado a outros países como Estados Unidos e China ou outros casos no continente europeu. Sendo assim, aumenta o grau de complexidade desta pesquisa para tecer generalizações e conclusões absolutas.

É válido frisar que este estudo não tem o objetivo de parametrizar ou identificar todas as variáveis possíveis de como um investidor pode auxiliar a

internacionalização de sua empresa e, muito menos, determinar todos os impactos possíveis que podem ser observados nos resultados da internacionalização. Esta pesquisa também não tem o objetivo de esgotar todos os aspectos envolvidos no relacionamento entre investidores de capital de risco e empreendedores ao longo do processo de internacionalização de uma companhia. A escolha pelas variáveis analisadas foi feita a partir da observação nas publicações destacadas na bibliografia e por conta de observações relatadas por empreendedores e investidores.

Além disso, não está no escopo desta pesquisa dissertar sobre os critérios de seleção de investimento utilizados por investidores de capital de risco ao filtrar empresas com potencial de alto crescimento internacional. A adição desta perspectiva não contribuiria diretamente na análise sobre os impactos efetivamente observados na internacionalização decorrentes de ações dos investidores.

1.3. Relevância do estudo

As informações que esse estudo pretende produzir podem se mostrar de interesse para a academia, pois este trabalho contribui com a literatura sobre investimento de capital de risco e internacionalização, abordando um assunto que está cada vez mais em voga devido aos fenômenos da globalização e a busca entre empresas pela competitividade global. Adicionalmente, apesar da relevância ainda existem lacunas empíricas para investigar o assunto, visto que há divergência na literatura sobre o tema.

Uma vez que a maioria dos estudos sobre o impacto de *venture capitalists* sobre a internacionalização das empresas foi conduzida nos Estados Unidos, Europa Ocidental e China, o estudo contribui para verificar e validar as observações feitas por outros autores. Adicionalmente, os resultados encontrados nesta pesquisa poderão ser úteis para verificar a observação do relacionamento entre investidores com startups digitais nacionais. Essa nova abordagem poderá servir como instrumento de observação entre pesquisadores e formuladores de políticas públicas que visam aumentar a atuação internacional de empresas brasileiras.

Este estudo foi realizado em um país de território muito extenso e economia emergente - Brasil, que pode ser comparado com os Estados Unidos e China em termos de dimensão geográfica, mas que possui menor relevância em

termos de produto interno bruto. O país também é comparável com a China por também ser um mercado emergente. Assim o estudo é relevante para observar se o impacto do capital de risco pode ser diferente em um país emergente, onde existe menor acesso à capital, menos casos de empreendedores de sucesso e menos fontes de capacitação de empreendedores e investidores em comparação com outros países desenvolvidos.

Este estudo inova na medida em que reúne duas visões complementares do fenômeno: tanto a perspectiva de empreendedores que estiveram à frente da internacionalização de suas companhias, quanto às visões dos investidores de capital de risco que acompanharam esse processo em suas empresas investidas.

Os resultados a serem alcançados também poderão ser úteis para investidores e empreendedores, posto que esse estudo e os resultados encontrados possam servir como guia de análise de boas práticas para que estes públicos tenham mais acesso aos detalhes da realidade de empresas brasileiras que se internacionalizaram e, suas respectivas interações com os investidores. Assim, estes dois públicos poderão estar cientes dos acertos, não repetir os mesmos erros e buscar adaptar a realidade dos casos analisados nesse trabalho para futuros movimentos de internacionalização.

2 Referencial teórico

Neste capítulo são discutidos aspectos teóricos e estudos relacionados aos possíveis impactos de um investimento de capital de risco sobre os resultados de internacionalização de uma empresa investida. Esta seção está dividida em quatro partes que abordam respectivamente, (i) uma revisão bibliográfica sobre os benefícios teoricamente esperados da atuação do capital de risco ao investir em uma empresa e os possíveis impactos e aplicações destes benefícios ao longo do processo de internacionalização das empresas investidas levando em consideração perspectivas teóricas e observações empíricas feitas por outros autores, (ii) os possíveis impactos no desempenho da internacionalização das empresas gerados pelos investidores, (iii) as variáveis externas com capacidade de atuar como efeito moderador para modificar os possíveis impactos durante a trajetória de internacional da companhia e (iv) a apresentação de um *framework* teórico compilando as principais visões de uma parcela significativa da bibliografia abordada.

A partir da revisão bibliográfica sobre a relação de possíveis impactos do capital de risco sobre a estratégia de internacionalização de empresas foi identificada a importância que alguns autores clássicos atribuíram aos benefícios tangíveis e intangíveis que investidores podem contribuir para a performance da internacionalização de empresas. O embasamento teórico relacionou obras clássicas, pesquisas quantitativas e estudos de caso que já foram escritos sobre diferentes perspectivas sobre o assunto.

Em alguns casos, optou-se por mencionar termos e expressões originalmente em inglês, evitando que a tradução livre dificulte o entendimento da essência dos conceitos originais.

2.1. Benefícios teoricamente esperados do capital de risco

Gerir uma empresa não é uma tarefa trivial, independentemente se esta é uma *startup* ou uma grande corporação. Por conta da complexidade dos recursos para serem administrados, além da necessidade de sobrevivência no

ambiente competitivo para reforçar suas vantagens competitivas de longo prazo, muitos gestores são obrigados a se superar a cada dia para garantir o ritmo acelerado de crescimento do lucro de suas companhias. Logo, crescer passa a ser encarado como necessidade por organizações para sobreviverem diante da lógica de competitividade.

São inúmeras as possíveis variações de decisões que podem compor uma estratégia de crescimento. O desenvolvimento de novas linhas de produtos/serviços, a expansão da carteira de clientes e a penetração em novas praças são apenas algumas das opções mais comuns que podem ser consideradas por executivos para garantir o crescimento sustentável de sua corporação.

Segundo Yamakawa, Peng e Deeds (2008), no centro das discussões na literatura sobre estratégia, existem algumas visões que se destacam e que estão descritas abaixo. O primeiro entendimento aponta que o foco da análise da estratégia está baseado na indústria de atuação, isto é, o mercado que a empresa está inserida influenciará em grande proporção a determinação de sua estratégia e desempenho (PORTER, 1980). Em segundo lugar, uma visão baseada em recursos sugere que os recursos existentes na companhia delimitam e direcionam as possíveis estratégias de uma companhia (BARNEY, 1991; TEECE, PISANO, SHUEN, 1997). Além disso, existe uma nova visão de que as formulações estratégicas não são determinadas somente pela indústria que ela está inserida, nem pelos recursos existentes, mas também como resultado da interação dinâmica de gestores da organização com outras instituições, além de trazerem reflexos dos constrangimentos formais e informais de um cenário institucional específico enfrentado no momento que a estratégia fora determinada (PENG, 2006 *apud* YAMAKAWA, PENG, DEEDS, 2008).

A partir de um planejamento adequado e reconhecimento de suas competências internas, gestores se sentem habilitados para traçar diretrizes e promover o crescimento orgânico de suas empresas. No entanto, nem sempre, crescer de forma orgânica é uma estratégia viável de crescimento. Em algumas situações, os gestores podem se deparar com a escassez de determinados recursos para executar seus planos de expansão e, conseqüentemente, se veem em xeque por perceberem o alto risco de não atingirem os resultados esperados.

Como conseqüência a esta possibilidade, uma das alternativas adequadas para companhias que precisam crescer de forma não orgânica se dá por meio do recebimento de aportes financeiros provenientes de investidores de risco, que em contrapartida adquirem uma participação acionária na sociedade.

Além dos recursos financeiros, muitos investidores também podem agregar valor em suas empresas investidas e influenciar suas diretrizes estratégicas, podendo atuar inclusive como catalisador da internacionalização das empresas. (FRIED, BRUTON, HISRICH, 1998; GORMAN, SAHLMAN, 1989; LERNER, 1995; MACMILLAN, KULOW, KHOYLIAN, 1989; SAPIENZA, 1992; SAPIENZA, MANIGART, VERMIER, 1996, *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

A internacionalização de novos empreendimentos pode ser motivada por diferentes razões. Uma possibilidade é a partir de um caráter oportunista, influenciada por fatores externos como o próprio grupo de investidores e sua rede de contato. A outra razão também pode ser de origem estratégica, de acordo com os recursos internos existentes ou a vantagem competitiva da companhia frente à indústria (LIPUMA, PARK, 2006).

Não obstante, existem determinados perfis de empreendedores e executivos que possuem características específicas em relação ao histórico educacional, trajetória de carreira e associações profissionais que o chancelam em suas posições e acabam seduzindo investidores que estão interessados em apostar no sucesso dessas organizações (TIMMONS, BYGRAVE, 1986).

O objetivo desta seção é discutir sobre as variadas possibilidades que um investidor pode contribuir ao investir em uma organização ao longo do processo de internacionalização. É válido ressaltar que, a contribuição pode ser feita de formas tangíveis ou intangíveis, variando de intensidade ao longo do tempo (MACMILLAN, KULOW, KHOYLIAN, 1988). O potencial da oferta de recursos que podem ser usufruídos pelas empresas varia de acordo com o perfil de seus investidores, desafios existentes, porte e idade da organização, além da tese de investimento elaborada pelo seu novo sócio (DAVILA, FOSTER, GUPTA, 2002).

Segundo Fernhaber & McDougall-Covin (2009), os investidores assumem um papel fundamental ao fornecer capital, conhecimento e reputação, três pilares fundamentais para a legitimação das empresas investidas e de suas internacionalizações. O impacto desse apoio resulta na aceleração do processo de internacionalização principalmente quando a corporação tem poucos anos de vida e ainda não tem tanta dificuldade de adaptar processos e rotinas mais tradicionais que retardariam seu movimento de crescer internacionalmente (AUTIO *et al*, 2000, *apud* SUN, LIANG 2014).

Por haver uma bibliografia bastante abrangente e variada sobre o assunto e para facilitar o entendimento do referencial teórico, este trabalho classificará a natureza de cada possível recurso proveniente dos investidores de capital de

risco em cinco diferentes grupos nas subseções adiante: aporte financeiro, suporte na gestão, reputação e credibilidade, acesso a *network* e desenvolvimento de cultura internacional.

Aporte Financeiro

Uma das premissas básicas de capital de risco é a alavancagem, o que muitas vezes significa o aporte de capital e outros recursos para acelerar o crescimento e viabilizar a expansão internacional. Segundo Smorlaski e Kut (2009), uma das variáveis que fundamentalmente afetam a forma como as empresas crescem nacional e internacionalmente é a disponibilidade de capital, uma vez que esta afeta tanto a aquisição e investimentos de recursos como a operações de negócios.

A bibliografia sobre como o aporte direto de capital consiste em um dos principais mecanismos de apoio que um fundo de investimento pode contribuir para o crescimento e eficiência é bastante extensa. O investidor pode auxiliar como intermediador financeiro da companhia reduzindo *moral hazards* e situações adversas. Os sócios capitalistas da empresa podem também exercer papel influente na viabilização o aporte indireto de mais capital para a empresa proveniente de recursos de terceiros (MACMILLAN, KULOW, KHOYLIAN, 1988).

Em sua pesquisa feita com uma amostra de empresas chinesas que se internacionalizaram que eram investidas por fundos de *private equity* estrangeiros, Sun e Liang (2014) comentam que os investidores tiveram papel fundamental na mobilização, coordenação e alocação de recursos para a internacionalização.

Além disso, alguns fundos de investimento, principalmente os de *private equity*, apresentam uma responsabilidade ímpar no auxílio à estruturação de contratos e mitigação de riscos financeiros e operacionais envolvidos em complexos acordos de fusões e aquisições, contribuindo significativamente para a melhoria da saúde financeira das empresas (SUN, LIANG, 2014).

No entanto, o recebimento do aporte de capital não é sinônimo nem garantia de crescimento da empresa. Como o próprio conceito de capital de risco explicita alguns investimentos feitos não são bem sucedidos por diferentes razões, seja pela insuficiência ou abundância de recursos aportados ou por conta de outros motivos não decorrentes do aporte de capital. Esses

investimentos mal sucedidos podem acabar influenciando na morte das companhias ou em uma situação de imobilidade de crescimento.

Outra discussão em relação à forma que o investidor pode auxiliar sua empresa investida por meio do aporte de capital direto gira em torno da disponibilidade de recursos alocados. De acordo com Lutz e George (2012), a teoria de escassez de recursos argumenta que o acesso limitado a recursos obriga os gestores a usá-los de forma mais eficiente (STARR, MACMILLAN, 1990 e BAKER, NELSON, 2005). A criação de valor seria justificada através de estratégias gerenciais idiossincráticas em ambientes sem recursos, e não através do valor inato dos próprios recursos. Assim, as limitações de recursos financeiros poderiam ter um efeito positivo sobre o desempenho, porque alteram incentivos administrativos para as estratégias de menor risco (LEV, 1974 *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

Os interesses entre investidores e empreendedores podem divergir bastante em relação ao volume de capital disponibilizada para aporte. Por conta da imprevisibilidade do futuro da companhia, alguns investidores podem se sentir mais confortáveis em investir quantias menores de capital em diferentes rodadas de aporte para poderem coletar mais informações ao longo do tempo, acompanhar o desenvolvimento da companhia e, eventualmente, abandonar o investimento.

As companhias que apresentam maiores incertezas para o investidor tendem a receber ciclos mais curtos e menores de financiamento. Segundo Lutz e George (2012), o esforço de internacionalização de empresas apesar de oferecer múltiplas opções de crescimento, também aumenta o risco do investimento e, por conta disso, os investidores tem maior probabilidade de optar por realizar menos rounds de investimento e disponibilizar quantias de capital menores enquanto a internacionalização não apresenta resultados.

No entanto, outra perspectiva sobre esse assunto salienta a importância da folga financeira, pois esta pode representar uma importante reserva em momentos difíceis e de pressão causados por variáveis internas e externas no período de internacionalização.

Quantias aportadas em maiores quantidades oferecem maior flexibilidade aos gestores das companhias a navegarem em incertezas e movimentos de maior risco (NOHRIA, GULATI, 1996 *apud* LUTZ, GEORGE, 2012). Segundo HOLTZ-EAKIN, JOULFAIAN, ROSEN, 1994 e WIKLUND e PASTOR, 2003 (*apud* LUTZ, GEORGE, 2012), os empreendedores que não precisam encarar

tantas restrições financeiras estariam mais bem posicionados para construir companhias mais sustentáveis e rentáveis.

Segundo Smolarski e Kut (2009), um estudo feito Davila *et al* (2003) explorou se o *venture capital* era o responsável pelo crescimento da empresa por conta do aporte financeiro ou se os sinais de crescimento da empresa é que denotavam a necessidade de um aporte de investidores. As principais conclusões obtidas mostraram que grande parte das pequenas empresas adia seu crescimento por conta da escassez de recursos financeiros, apontando que o aporte de capital direto pelos investidores tem papel fundamental para promover o crescimento nas empresas.

Diante desses argumentos, um aporte de capital robusto traria um impacto positivo no desempenho e crescimento da companhia. Como os esforços para internacionalização de uma empresa são interpretados como de alto risco e, conseqüentemente, maior retorno potencial, seria mais fácil atrair maiores volumes financeiros caso o investidor enxergue uma oportunidade para a empresa se expandir internacionalmente. Ao mesmo tempo, uma estratégia de captação de recursos financeiros baseada em ciclos curtos de capital poderia impedir ou atrapalhar o sucesso da internacionalização de empresas (LUTZ, GEORGE, 2012).

Dessa forma, é possível compreender que não existe muito consenso acadêmico em relação às estratégias de aporte de capital por parte dos investidores para viabilizar a expansão internacional de suas empresas investidas. Ambas as perspectivas apresentam pontos positivos e negativos e, podem variar, de acordo com fatores como teses de investimento construídas pelos investidores, tamanho da oportunidade potencial de internacionalização e disponibilidade de capital existente do investidor para financiar o crescimento.

Tabela 1 – Resumo Benefícios do Aporte Financeiro

Benefícios teoricamente esperados em relação ao aporte financeiro
O aporte de capital acelera o crescimento e viabiliza a expansão internacional. (SMORLASKI, KUT, 2009)
Investidor pode auxiliar como intermediador financeiro da companhia reduzindo <i>moral hazards</i> e situações adversas. (MACMILLAN, KULOW, KHOYLIAN, 1988)
Sócios capitalistas da empresa podem ajudar a atrair terceiros para coinvestir. ((MACMILLAN, KULOW, KHOYLIAN, 1988; SUN, LIANG, 2014)
Investidores podem ajudar na estruturação de contratos e mitigação de riscos financeiros e operacionais envolvidos em acordos de fusões e aquisições.

(SUN, LIANG, 2014).

Os interesses entre investidores e empreendedores podem divergir bastante em relação ao volume de capital disponibilizado para aporte, mas dependendo da situação este item pode fazer diferença positiva ou negativa na internacionalização. (LUTZ, GEORGE, 2012; SMORLASKI, KUT, 2009)

Fonte: Elaboração própria

Suporte na gestão

Além do aspecto tangível como o suporte financeiro, por meio do aporte capital direto e o auxílio na estruturação de operações financeiras, existem outras formas intangíveis, porém não menos importantes, que os investidores podem agregar valor significativo no suporte à gestão da empresa investida.

Segundo MacMillan, Kulow e Khoylan (1988), fundos de investimento podem exercer um papel bastante relevante no apoio à administração das companhias de diferentes formas: (i) recrutando, indicando e selecionando executivos chave para a corporação; (ii) gerenciando o relacionamento de fornecedores e clientes relevantes por conta da experiência adquirida em negócios ou indústrias similares; (iii) apoio na gestão de resultados da companhia, a partir de mecanismos de planejamento estratégico e operacional, além da implementação de boas práticas no controle e monitoramento de métricas, indicadores e métodos de desempenho; (iv) papel fundamental na estruturação da governança corporativa para sofisticar e aprimorar as formas como a empresa é gerida, podendo inclusive substituir os gestores principais da companhia, em algumas situações quando necessário.

Smorlaski e Kut (2009) sugerem que fundos de investimento com conhecimento em finanças corporativas e mecanismos de controle e gerenciamento de riscos impactam positivamente na internacionalização de pequenas e médias empresas.

Os investidores mais profissionais como fundos de *private equity* ou *venture capital*, em muitos casos, atuam como agentes de profissionalização da gestão, agregando valor em políticas como a introdução e estruturação do plano de *stock options*, podendo ser considerado até mesmo parte dos recursos humanos das investidas (FLORIN, LUBATKIN, SCHULZE, 2003; *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

Por conta do alto risco associado ao investimento, os investidores precisam proteger não apenas os recursos empregados na empresa, como

também fazer o que for preciso para garantir o maior retorno possível sobre seu investimento (FRIED *et al*, 1998; *apud* FERNHABER, MCDUGALL-COVIN, 2009). Em alguns casos, fundos de investimento são os responsáveis pela implementação de diretrizes de remuneração e bônus. Também podem interferir na governança corporativa, por meio do número de votos no conselho de administração, poder de veto e na escolha de executivos da companhia para gerir a companhia, substituindo os sócios fundadores por executivos de mercado ou até mesmo assumindo a gestão interina da empresa (SUN, LIANG, 2014).

Como a maioria dos fundos de investimento de *equity financing* são especializados em suportar os desafios vividos pelas empresas, eles apresentam um forte incentivo para compartilhar seus conhecimentos nas companhias investidas (BAUM, SILVERMAN, 2004; RUHNKA, FELDMAN, DEAN, 1992; *apud* FERNHABER, MCDUGALL-COVIN, 2009).

Sun e Liang (2014) acreditam que os investidores podem contribuir em melhorias dos mecanismos de incentivos das empresas investidas, por meio de seu conhecimento. Essa relação positiva de causa e consequência entre a experiência em gestão internacional do investidor e o processo de internacionalização de empresas também é chancelada por outros autores. Esse ciclo virtuoso reforça a constatação que o intenso envolvimento de fundos de investimento internacionalmente experientes na governança traz efeitos benéficos para o início do processo de internacionalização das empresas (CARPENTER *et al*, 2003; *apud* FERNHABER, MCDUGALL-COVIN, 2009).

Em conformidade com diversos autores, é possível sugerir que o nível de experiência e atividades passadas com alto grau de intensidade internacional dos investidores é um recurso intangível bastante valioso. Esse suporte estratégico na gestão, não apenas ajuda a implementar novas estruturas organizacionais, processos e procedimentos administrativos para viabilizar a internacionalização (CAVUSGIL, 1984; *apud* LIPUMA, PARK, 2006), como também pode representar um recurso de conhecimento significativo para impactar o desempenho da atividade internacional e aumento de faturamento (SAPIENZA *et al*, 2006; *apud* LIPUMA, PARK, 2006).

Tabela 2 - Resumo Benefícios do Suporte na Gestão

Benefícios teoricamente esperados em relação ao suporte na gestão
Profissionalização da gestão, agregando valor em políticas de gestão de pessoas como: (i) definição das diretrizes de bônus e remuneração; (ii)

estruturação do plano de *stock options* recrutando; (iii) indicando e selecionando executivos chave para a corporação; (SMORLASKI, KUT, 2009; FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009; SUN, LIANG, 2014)

Gerenciamento do relacionamento de fornecedores e clientes relevantes por conta da experiência adquirida em negócios ou indústrias similares; (SMORLASKI, KUT, 2009)

Conhecimento em finanças corporativas e mecanismos de controle e gerenciamento de riscos impactam positivamente na internacionalização de pequenas e médias empresas. (SMORLASKI, KUT, 2009)

Governança corporativa pode aprimorar as formas como a empresa é gerida, podendo inclusive substituir os gestores principais da companhia, em algumas situações quando necessário. (SMORLASKI, KUT, 2009; SUN, LIANG, 2014)

Fonte: Elaboração própria

Acesso a *networks*

Um dos recursos que mais podem fazer diferença no desempenho de empresas de alto crescimento é o acesso à *network*. Em um cenário competitivo cada vez mais dinâmico, conexões profissionais em rede podem ser consideradas vantagens competitivas dentro de uma organização. Ao longo da trajetória de crescimento, empreendedores enfrentam desafios que podem ser mais facilmente superados, caso tenham acesso a conexões com talentos, mentores, clientes, parceiros, fornecedores ou até mesmo outros investidores para coinvestir. (SUN, LIANG, 2014; MACMILLAN, KULOW, KHOYLIAN, 1988).

Muitas vezes, durante o processo de captação de recursos alguns empreendedores se deparam no meio de uma competição entre investidores que disputam para investir nas suas empresas. Mesmo quando as propostas apresentam os mesmos itens contratuais e recursos financeiros para ser aportado, o valor intangível que um investidor pode aportar, pode ser muito mais significativo que o do outro. Um dos motivos que pode explicar essa situação está relacionado com a rede de contatos que cada um tem a oferecer.

A capacidade do investidor de risco em reunir recursos estratégicos externos é uma das principais formas que este pode agregar valor durante o crescimento de organizações. Esses recursos podem se materializar por meio de redes de contatos profissionais que aproximam as empresas de talentos e facilitam o encurtamento do aprendizado para que a empresa possa performar e solucionar as dores do crescimento de maneira mais rápida e dinâmica.

Muitos autores defendem a tese de que fundos de capital de risco mais experientes e com uma larga de rede de *network* são mais propensos a atrair empresas de alto crescimento com maior potencial e, conseqüentemente, prover serviços de valor agregado para suportar a expansão das companhias (GOMPERS *et al*, 2010; HELLMANN, PURI, 2002; HSU, 2004; *apud* DAI, JO, KASSICIEH, 2011).

São diversas as formas que essas redes de relacionamentos podem apoiar o processo de internacionalização de empresas. O suporte na identificação de oportunidades internacionais, o estabelecimento de alianças internacionais estratégicas e promover o relacionamento junto a clientes e fornecedores em outros países são possibilidades bastante salientadas na bibliografia (MCDOUGALL-COVIN, SHANE, OVIATT, 1994; TERJESSEN, ELAM, 2009; DIMOV, MILANOV, 2010; KHAVUL, PÉREZ-NORDVEDT, WOOD, 2010; *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

Em conformidade com Fernhaber e McDougall-Covin (2009), muitos investidores profissionais de risco influenciam diretamente a internacionalização de novos empreendimentos. Por conta de deficiências de conhecimento e experiência interna, muitas empresas buscam superar essas inabilidades através do usufruto das conexões em rede de fundos de investimento para trilhar o seu próprio caminho de internacionalização ao longo do tempo. Dessa forma, algumas firmas ao se movimentarem para a expansão e/ou competirem no mercado internacional poderiam procurar fundos de investimento para se alavancar por meio de recursos tangíveis e intangíveis aproveitados do acesso a *network* dos mesmos.

Os próprios investidores de capital de risco podem optar por se especializar na atuação internacional. Por meio da estratégia de oferecer acesso às conexões e novas oportunidades, eles podem estar aumentando as chances das empresas se desenvolverem em novos mercados e, conseqüentemente, valorizando seus ativos. Esta vantagem competitiva permite com que investidores não precisem esperar tanto para avaliar se irão investir ou não em uma companhia, pois possuem maior ciência sobre como poderiam alavancar o crescimento da mesma (ESPENLAUB, KHURSHED, MOHAMED, 2014).

Outra forma que as conexões dos investidores se mostram benéficas ocorre por meio da mitigação de barreiras institucionais¹. Segundo Sun e Liang, (2014), alguns governos estrangeiros podem adotar restrições protecionistas para companhias estrangeiras, a fim de proteger empresas e/ou cidadãos locais. A publicação dos autores ainda salienta que usualmente, empresas que entram em países com altas restrições de regulamentação ou com instituições locais de cunho protecionista, tendem a usar *joint ventures* como seu modo de entrada preferencial, formando parcerias com companhias locais. No estudo feito no mercado chinês, foi observado o relevante papel de fundos de *private equity* que utilizaram seu *lobbying* político e influência para auxiliar a expansão de suas companhias investidas dentro da China.

De acordo com Dai, Jo e Kassicieh (2011), fundos de capital de risco estrangeiros teriam vantagens relativas sobre os fundos nacionais. Isso se deve ao fato dos investidores internacionais apresentarem usualmente mais experiência, profissionalização e maiores recursos financeiros e de capital intelectual, apesar dos fundos nacionais possuírem conhecimento específico à localidade que atuam.

Por conta dessas características, essa configuração assimétrica beneficiaria investidores estrangeiros para atrair os empreendedores mais talentosos e as empresas de maior potencial, visto que poderiam agregar maior valor à companhia. No entanto, como o conhecimento de especificidades locais também é considerado de grande valia e apresenta um recurso complementar e necessário aos oferecidos por fundos estrangeiros, a possibilidade de coinvestimento entre investidores internacionais e locais para viabilizar a internacionalização de uma empresa poderia extrair o máximo de valor de todas as partes desde o início do processo (DAI, JO, KASSICIEH, 2011).

Tabela 3 - Resumo Benefícios do Acesso a *networks*

Benefícios teoricamente esperados em relação ao acesso a <i>networks</i>
Conexões podem ajudar com talentos, mentores ou até mesmo outros investidores para coinvestir. (SUN, LIANG, 2014; (MACMILLAN, KULOW, KHOYLIAN, 1988)
O suporte na identificação de oportunidades internacionais, o estabelecimento

¹ Barreiras institucionais estão relacionadas às restrições impostas por instituições locais frente a companhias estrangeiras, referentes a questões legais e de propriedade. (SHIMIZU, HITT, VAIDYANATH, PISANO, 2004; *apud* SUN, LIANG, 2014)

de alianças internacionais estratégicas e promover o relacionamento junto a clientes e fornecedores em outros países são possibilidades bastante salientadas na bibliografia (LUTZ, GEORGE, 2012).

Conexões dos investidores podem mitigar barreiras institucionais. (SUN, LIANG, 2014)

Investidores mais experientes e com ampla rede de *network* são mais propensos a atrair empresas de alto crescimento com maior potencial. (DAI, JO, KASSICIEH, 2011)

Fundos de capital de risco estrangeiros teriam vantagens relativas sobre os fundos nacionais. Mas o coinvestimento entre investidores internacionais e locais para viabilizar a internacionalização de uma empresa poderia extrair o maior de valor possível de todas as partes desde o início do processo. (DAI, JO, KASSICIEH, 2011)

Fonte: Elaboração própria

Reputação e credibilidade

Empresas que buscam se internacionalizar enfrentam diversos obstáculos ao longo de sua trajetória. A falta de experiência e o desconhecimento de seu produto ou serviço dentro do mercado exterior podem ser considerados um dos principais desafios para validar o sucesso do crescimento internacional.

Para solucionar essas dificuldades, algumas empresas se alavancam na reputação e credibilidade de seus investidores para se superar e obter êxito na expansão internacional. O conhecimento internacional, além da experiência e reputação são recursos intangíveis que podem ser oferecidos por alguns fundos de investimento (HSU, 2004; DIMOV, SHEPHERD, 2005; FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009; *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

Como as empresas geralmente apresentam *track record* limitado e seus potenciais clientes e parceiros têm informações restritas para verificar a qualidade e reputação, muitos investidores são utilizados como fonte de recursos para cancelar a reputação da companhia. Dessa forma, os stakeholders no mercado estrangeiro que se relacionarão de alguma forma com a companhia, podem associar a reputação desta com a de seus investidores. Assim, fontes de reputação externas à companhia serviriam como elemento confirmador no mercado no qual a empresa está inserida sobre seu valor e idoneidade

(PFEFFNER, SALANCIK, 2003, *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

É provável que a reputação dos fundos de investimento de capital de risco ajude a reforçar a legitimidade das empresas investidas, fazendo com que seu investimento sirva como um selo de qualidade sobre a companhia (WILLIAMSON, 1996 *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009). Essa credibilidade reforçada poderia ajudar a superar mais facilmente a desconfiança sobre a organização ser nova e romper determinados constrangimentos socioculturais ao penetrar no mercado internacional. Caso a empresa não seja reconhecida dessa forma, provavelmente ela sofreria com os habituais custos de transação relacionados à distância geográfica, além da falta de familiaridade e legitimidade dentro do país anfitrião (ZAHEER, 1995, *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

No caso de empresas em estágios iniciais, resultados empíricos confirmariam que existe uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a existência de investidores institucionais com rica experiência internacional que participam ativamente da governança corporativa da companhia (CARPENTER *et al*, 2003; *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

Quando investidores de capital de risco de alta reputação escolhem investir em uma determinada companhia, eles se baseiam em seu conhecimento para elaborar cenários e antecipar os benefícios de internacionalização da mesma. Por conta disto, seria possível inferir que quanto mais extenso e bem-sucedido for o histórico de investimentos internacionais do fundo de investimento, mais legítimas seriam as previsões de boa performance da nova empresa que irá se internacionalizar (GEORGE *et al*, 2005; *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

Geralmente, quando o investidor tem alta reputação e credibilidade, as empresas investidas tendem a absorver com maior atenção e valorizar mais os conselhos dados. Esses aprendizados poderiam ser compartilhados e disseminados para toda a organização de forma bastante eficiente devido a grande influência do investidor, o que aumentaria ainda mais seu impacto no sucesso da internacionalização do empreendimento (FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

Outro aspecto observado pela bibliografia é que fundos de investimento estrangeiros são requisitados para legitimizar a presença de empresas em novos mercados, nos quais estes investidores estão localizados. A ilustração deste *smart money*, oferecido pelos investidores ilustram a relevância que estes

podem agregar no crescimento da companhia e, especificamente, ao longo do processo de internacionalização. Uma estratégia bastante utilizada é o coinvestimento entre fundos estrangeiros, localizados no mercado alvo para a expansão para diluir os riscos da internacionalização e oferecer credibilidade local à presença da empresa recém-chegada (MAKELA, MAULA, 2005; *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

Alguns estudiosos acreditam que esse status social de qualidade e credibilidade entre os investidores internacionais pode ser transferido para diferentes mercados, ao longo da expansão internacional das empresas. A reputação de determinados investidores internacionais ajuda a endossar a internacionalização de algumas empresas chinesas (YAMAKAWA *et al*, 2008; SUN, LIANG, 2014), além de aumentar oportunidades de alianças estratégicas com parceiros internacionais, ao indicar a credibilidade do investidor e superar a desconfiança da empresa por esta ser estrangeira e desconhecida (JOHANSON, VAHLNE, 2009; SUN, LIANG, 2014).

De acordo com Sun e Liang (2014), o sucesso da expansão em novos países passa a depender sobre como as empresas se alavancam dos recursos únicos e intangíveis de seus investidores para explorar novas oportunidades. Assim, os sócios capitalistas das companhias contribuíram para reforçar a reputação de suas investidas, além de influenciar e aprimorar as capacidades das mesmas em realizar alianças estratégicas internacionais e se beneficiar em situações de fusões e aquisições.

É possível observar que os investidores podem servir como verdadeiros catalisadores do processo de internacionalização de empresas. A combinação entre seu conhecimento acumulado e reputação pode ser de grande valia para influenciar uma expansão internacional bem-sucedida. Esses tipos de recursos intangíveis não podem ser contratados por outras organizações, mas sim explorados e usufruídos pelas empresas investidas, o que valoriza e complexifica ainda mais o processo de escolha de investidores para suportarem o crescimento de uma companhia (FERNHABER, MCDUGALL-COVIN, 2009).

Esse é um mecanismo de obtenção de conhecimento e recursos, pelas quais muitas empresas podem se beneficiar ao longo de sua internacionalização sem depender necessariamente de um vasto conhecimento interno de sua equipe sobre gestão internacional e sua própria reputação emergente. Assim é possível compreender que muitos empreendimentos não se expandem internacionalmente sozinhos e, usualmente, optam por recorrer à sua rede para

obter um crescimento mais eficaz (COVIELLO, MUNRO, 1997, *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

Tabela 4 - Resumo Benefícios da Reputação e Credibilidade

Benefícios teoricamente esperados em relação à reputação e credibilidade
Investidores são utilizados como fonte de recursos para cancelar a reputação da companhia junto a clientes e fornecedores. (FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009; SUN, LIANG, 2014)
Credibilidade reforçada pelos investidores pode romper determinados constrangimentos socioculturais, evitando custos de transação relacionados à distância geográfica, além da falta de familiaridade e legitimidade dentro do país anfitrião. (FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009)
Resultados empíricos confirmariam que existe uma relação positiva entre empresa em estágios iniciais com a existência de investidores com rica experiência internacional. (LUTZ, GEORGE, 2012)
Buscar investidores estrangeiros para coinvestir, localizados no mercado alvo para a expansão pode diluir os riscos da internacionalização e aumentar a credibilidade da empresa. (LUTZ, GEORGE, 2012)
Muitas empresas por não conseguirem se expandir internacionalmente sozinhas optam por recorrer à sua rede de investidores para obter um crescimento mais eficaz. (FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009)

Fonte: Elaboração própria

Desenvolvimento de Cultura Internacional

Se expandir para fora dos limites fronteiriços nacionais não é uma simples decisão de ser tomada para um gestor de empresa. A internacionalização requer uma análise detalhada não só de aspectos estratégicos e operacionais da empresa, como também de variáveis culturais. Em muitos casos, empresas precisam adaptar seu produto ou serviço, sua comunicação e seus processos para facilitar sua penetração no mercado internacional.

Além de possíveis barreiras culturais e eventuais fricções geográficas, outro fator que pode prejudicar ou inviabilizar a internacionalização é a falta de vontade e aspiração da empresa em querer crescer internacionalmente. Nem sempre uma companhia tem a pretensão em ser global ou crescer de maneira expressiva internacionalmente.

Segundo Grève, 2008 (*apud* LUTZ, GEORGE, 2012) grande parte da literatura comenta que o nível de aspiração dos gestores em querer crescer internacionalmente está relacionado com seus processos cognitivos internos. Além disso, o grau de vontade costuma se equiparar com o de outras empresas do mesmo local em que a organização está localizada ou da mesma indústria, influenciando diretamente o tamanho do potencial de internacionalização (FERNHABER, LI, 2010, *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

Outro fator que pode ser crítico para a determinação do nível de aspiração dos gestores está relacionado com fatores externos. De acordo com a teórica da psicologia social, a pressão externa pela internacionalização pode influenciar no convencimento do próprio gestor em querer se internacionalizar ou até mesmo em ampliar suas pretensões (ZANDER, ULBERG, 1971, *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

A pressão externa para motivar alguém a empreender ou se internacionalizar pode ser oriunda de diferentes formas. A família, amigos, a educação recebida, sócios, exemplos conhecidos e até outros contatos profissionais poderiam atuar como agentes sociais que irão moldar as aspirações para crescer.

Essa influência recebida não é necessariamente diferente quando é transmitida por um investidor. Como investidores de risco dependem de uma saída para realizar o retorno sobre o capital investido, um dos fatores que poderiam contribuir para a valorização da companhia e sua saída em sequência seria a decisão de internacionalizar.

Investidores institucionais podem disseminar o desejo de que a empresa se internacionalize em diferentes estágios. De acordo com Sun e Liang (2014), os sócios capitalistas podem expressar seus desejos e influenciar a decisão de crescer internacionalmente por meio da governança corporativa, na participação no conselho de administração da companhia deliberando sobre os direcionamentos estratégicos da organização. Além disso, como apresentam certa influência frente ao time de executivos e, inclusive na contratação de alguns profissionais, os investidores também podem influenciar no dia a dia da organização.

Apesar de não ser possível precisar a relação direta e em qual intensidade um investidor afeta a cultura de uma empresa, é possível associar uma pressão externa de um investidor com o potencial de transformação do desejo em expandir internacionalmente (LUTZ, GEORGE, 2012).

Uma forma de mitigação de risco do investidor para garantir que não haverá desalinhamento de pretensões de crescimento entre ele e o gestor da companhia se dá no momento da tomada de decisão sobre o investimento. Durante a fase de seleção e análise minuciosa do investimento, um dos fatores que podem determinar se a empresa irá receber o aporte financeiro seria o potencial de internacionalização da companhia e a vontade da própria organização em fomentar uma cultura de crescimento internacional (LUTZ, GEORGE, 2012).

Outro fator cultural relacionado à internacionalização de empresas que é válido de ser salientado é o coinvestimento entre investidores de diferentes nacionalidades para mitigar os riscos da expansão internacional e maximizar o resultado da estratégia.

Como comentado na seção sobre “reputação e credibilidade”, um investidor ser oriundo do mesmo país, que é o local alvo da internacionalização pode contribuir significativamente para o sucesso da internacionalização. Essa proximidade geográfica poderia inclusive a diminuir eventuais barreiras culturais, falta de conhecimento sobre práticas locais e facilitação de contatos estratégicos que poderiam beneficiar a companhia.

No entanto, nem sempre essa situação de aproximação cultural pode trazer consequências positivas, principalmente quando a empresa já tem um investidor nacional e está buscando um internacional. Muitas vezes, a distância cultural entre o país de origem do investidor estrangeiro e o país do investidor local dificulta consideravelmente a possibilidade de coinvestimento, podendo ocasionar inclusive um impacto negativo no momento de desinvestimento devido à divergência de valores e opiniões. Apesar do possível cenário negativo e positivo, segundo DAI, JO, KASSICIEH (2011), as empresas que receberam aporte entre investidores nacionais e internacionais que coinvestiram tem 5% maior chance de obter uma saída bem-sucedida que as que foram investidas de forma individual, seja pelo investidor local ou internacional.

Apesar de usualmente investidores estrangeiros, principalmente os provenientes dos Estados Unidos e demais economias desenvolvidas, possuírem maior acesso a recursos e experiência com negócios globais, a participação de investidores locais é bastante complementar por conta da quantidade de informações restritas, do desconhecimento sobre o mercado local, e as barreiras geográficas e culturais (DELOITTE, 2010, *apud* DAI, JO, KASSICIEH, 2011).

Grande parte dos estudos internacionais, de acordo com Dai, Jo, Kassicieh (2011), ressalta sobre a parceria entre investidores locais e internacionais que pode ocasionar um grande potencial de sinergia e melhorar o desempenho da internacionalização. Além de o coinvestimento permitir a reunião de habilidades e redes de contato estratégicas, este instrumento também serve como diluidor de riscos para os envolvidos aumentando a adição de valor de todas as partes e possibilitando com que mais recursos sejam disponibilizados para o sucesso da internacionalização (BRANDER *et al*, 2002; DAS *et al*, 2011; GOMPERS *et al*, 2009; HOCHBERG *et al*, 2007; WRIGHT, LOCKETT, 2003).

Tabela 5 - Resumo Benefícios do Desenvolvimento de Cultura Internacional

Benefícios teoricamente esperados em relação ao desenvolvimento de cultura internacional
Investidores podem expressar seus desejos e influenciar a decisão de crescer internacionalmente por meio da governança corporativa e no dia a dia da organização, uma vez que, eventualmente tem certa influência frente ao time de executivos. (SUN, LIANG, 2014)
É possível associar uma pressão externa de um investidor com o potencial de transformação do desejo em expandir internacionalmente. (LUTZ, GEORGE, 2012)
Para mitigar o risco de não haver desalinhamento de pretensões de crescimento internacional entre os investidores e os empreendedores, ainda antes da tomada de decisão sobre o investimento, os sócios capitalistas podem analisar previamente o potencial de crescimento de uma eventual expansão internacional e a vontade dos próprios executivos da companhia. (LUTZ, GEORGE, 2012)
A distância cultural entre o país de origem do investidor estrangeiro e o país do investidor local pode dificultar a possibilidade de coinvestimento, podendo ocasionar impactos negativos no momento de desinvestimento devido à divergência de valores e opiniões. (DAI, JO, KASSICIEH, 2011)

Fonte: Elaboração própria

2.2. Impactos esperados sobre o processo de internacionalização

As ações decorrentes dos aportes tangíveis e intangíveis realizados pelos investidores nas empresas investidas podem ocasionar diferentes tipos de impacto. Apesar de nem sempre serem de fácil mensuração, existem

argumentos teóricos que indicam possíveis impactos ocasionados relacionados com: a melhoria da agilidade, intensidade e desempenho da internacionalização.

Agilidade

Em alguns casos, os investidores ajudam a acelerar ou antecipar o processo de internacionalização de uma empresa. De acordo com Sun e Liang (2014), a busca precoce de se expandir internacionalmente está bastante relacionada com o comportamento dos próprios empreendedores que podem querer acelerar o movimento para criar uma vantagem competitiva. Em casos de empresas mais maduras, geralmente as rotinas organizacionais poderiam engessar comparativamente a internacionalização. No entanto, os autores comentam que investidores quando adquirem maior peso na estrutura societária da empresa passam a ter maior influência no conselho de administração e na proposição de uma postura mais empreendedora que permita a aceleração da expansão internacional.

Segundo Fernhaber e McDougall-Covin (2009), as empresas que contam com investidores de maior reputação costumam apresentar maior grau de internacionalização que as demais, evidenciando a capacidade de alavancagem que a reputação de determinados fundos de investimento oferece ao explorarem mercados estrangeiros.

Intensidade

O portfólio dos *venture capitals* pode ser determinante para a escala de internacionalização de pequenas e médias empresas. Em muitas situações, as empresas podem se beneficiar da criação de parcerias ou da utilização de canais de distribuição já existentes para aumentar a dispersão geográfica de seu movimento de internacionalização (GEORGE *et al*, 2005, *apud* LUTZ, GEORGE, 2012).

No entanto, nem sempre o papel do investidor é determinante para viabilizar o aumento da abrangência geográfica e intensidade da internacionalização. Segundo Smolarski e Kut (2009), já foram feitas pesquisas para avaliar a relação entre o envolvimento de investidores de capital de risco, sob a ótica de seu papel na governança corporativa com a intensidade da internacionalização de empresas. Apesar dos resultados apontarem para uma correlação positiva, também foi sinalizado que a relação entre as duas variáveis era insignificante e

não necessariamente tinha uma função determinante entre a influência dos investidores na governança corporativa com a intensidade da internacionalização.

Desempenho

Smorlaski e Kut (2009) indicam que os recursos financeiros aportados por investidores aumentam consideravelmente a probabilidade da melhoria de desempenho e aumento da atividade internacional das companhias investidas.

Também é possível encontrar na bibliografia estudos que apontam uma ligação positiva entre *equity financing* e lucratividade. As empresas iniciantes estariam mais propensas a renunciar seus lucros no curto prazo para maximizar o seu crescimento internacional, enquanto grandes organizações apresentariam maior dificuldade para abrir mão do lucro por conta da expansão na mesma medida (COWLING, 2004, *apud* SMORLASKI, KUT, 2009).

Ao mesmo tempo, essa perspectiva gera um dilema para investidores e empreendedores, pois estes podem se perguntar se o aporte direto de capital é o responsável pelo crescimento da empresa ou a expansão da companhia é que gera o interesse do capital de risco e acarreta a necessidade de maior financiamento. De acordo com Davila *et al* (2003) *apud* Smorlaski e Kut (2009), *startups* em geral tem seu crescimento retardado por conta da falta de recursos financeiros, indicando que na maioria dos casos o aporte de capital é a maior causa do crescimento, e não o contrário.

Outros benefícios também podem ser observados em relação ao aporte de capital direto. A análise de Paglia e Harjoto (2014) reúne estudos empíricos de diferentes autores, como Engel e Keilbach (2002), Davila *et al* (2003) e Alemany e Marti (2005) que apontam uma correlação direta a respeito das maiores receitas e taxas de crescimento de postos de trabalho das empresas investidas frente às não investidas. Além disso, de acordo com os autores, o aporte de capital é crucial para que as empresas possam executar suas estratégias de internacionalização.

Alguns autores sugerem que é possível enxergar correlação entre maior eficiência operacional (CHEMMANUR *et al*, 2011, *apud* PAGLIA, HARJOTO, 2014) e performance de resultados (PURI, ZARUTSKIE, 2012, *apud* PAGLIA, HARJOTO, 2014) das empresas investidas que das não investidas.

Sun e Liang (2014) identificaram em uma pesquisa feita com empresas chinesas, que fundos de investimento impactaram positivamente a

internacionalização de empresas por meio da gestão eficiente de recursos tangíveis e intangíveis, contribuindo para a maximização do potencial de lucratividade e do aumento do valor das companhias.

Ao ajudar na aceleração da internacionalização da empresa através sua rede de contatos, os investidores aumentam as chances de saída bem sucedida através de IPO ou fusão e aquisição (ESPENLAUB, KHURSHED, MOHAMED, 2014).

Além disso, os sócios capitalistas podem contribuir com outros aspectos intangíveis que tem impacto no desempenho de suas investidas. As empresas investidas por fundos de capital de risco estrangeiro teriam maior probabilidade de conseguirem realizar IPO (*initial public offering* - oferta pública de ações) de sucesso ou serem adquiridas. Além disso, investimentos em fase inicial de capital semente, ou seja, aportes de pequenas quantias que servem como investimentos na fase inicial da empresa teriam menor possibilidade de terem retornos bem sucedidos que as rodadas de maiores valores em estágios mais avançados (DAI, JO, KASSICIEH, 2011).

2.3. Efeitos moderadores

Conforme discutido na seção anterior, as empresas podem ser impactadas de diferentes formas por investidores que podem contribuir com maior ou menor intensidade no sucesso da internacionalização. Apesar de na maioria dos casos discutidos, os maiores reguladores deste grau de intensidade serem dependentes de questões diretamente relacionadas com cada investidor, também é possível dissertar que existem variáveis externas ao investidor que impactam no desempenho da internacionalização.

Esses fatores além de poder resultar em um impacto direto positivo ou negativo na expansão internacional, também podem servir como efeitos moderadores da influência que o investidor poderá ter ou não. Como as empresas vivem em ecossistemas dinâmicos e, ao longo de seu percurso se relacionam com diferentes *stakeholders* é possível refletir que, em muitos casos, as organizações precisam lidar com situações que podem acontecer de forma não controlada e independentemente de sua vontade.

Dessa forma, ao planejar a expansão internacional e estratégias para a internacionalização, investidores e gestores ao elaborar cenários futuros precisam buscar se antecipar a possíveis problemas e maximizar as chances de sucesso da internacionalização. Esse planejamento prévio poderá contribuir para

que as empresas possam se beneficiar em se aproveitar de fatores externos do ambiente em que irão competir e também estruturar uma estratégia de defesa para se proteger de possíveis efeitos que irão moderar de forma negativa ou prejudicar seu crescimento.

Por conta disso, abaixo serão enumerados alguns fatores moderadores que são mencionados por autores em debates teóricos que poderiam impactar de alguma forma o resultado do processo de internacionalização de empresas investidas.

Nacionalidade do investidor

A nacionalidade do investidor também pode atuar como um fator moderador do impacto que este poderia gerar em um processo de internacionalização bem sucedido. De acordo com o levantamento feito por Dai, Jo e Kassicieh (2011), as dimensões culturais relacionadas entre a empresa e os investidores podem ter importantes implicações.

Assim, quando investidores decidem investir em uma organização com diferentes culturas eles estão correndo o risco de precisar lidar com um grupo bastante diverso de empreendedores e gestores com diferentes personalidades, habilidades, expectativas, estilos de trabalho e em outros quesitos que são diferentes em seus respectivos países de origem.

Dessa forma, pode haver diferenças significativas sobre o estilo de gestão entre cada parte, como por exemplo, o monitoramento e acompanhamento das atividades. Apesar de muitos investidores levarem em consideração este fator moderador ao investir em uma companhia, buscando empresas onde há maior similaridade e convergência de valores, em outros casos esta diferença cultural pode eventualmente atrapalhar o processo de internacionalização da companhia (PRUTHI *et al*, 2003; *apud* DAI, JO, KASSICIEH, 2011).

De acordo com Dai, Jo e Kassicieh (2011), uma pesquisa feita pela Deloitte aponta que os investidores institucionais e demais fundos de investimento que tendem a investir internacionalmente admitem estar cientes das possíveis dificuldades que aparecerão sobre as distâncias físicas e culturais. Para superar esses desafios devem ser implementadas algumas estratégias de mitigação, como por exemplo, estabelecer um escritório no país alvo e contratar funcionários locais. Outra alternativa estaria relacionada com a formação de parcerias com investidores locais para reduzir a assimetria de informação e,

eventualmente, investir em sindicato com investidores independentes locais em algum caso específico.

Ambiente institucional e de mercado

Um fator moderador de grande relevância citado por muitos autores e que merece ser salientado é como ambiente institucional do país alvo da internacionalização pode afetar os resultados da companhia e, conseqüentemente, influenciar na capacidade de impacto que os investidores têm para auxiliar suas investidas.

As condições de mercado, fatores macroeconômicos e a solidez das instituições de um país podem influenciar não só no desempenho das empresas que estão inseridas nesse local, como também no custo de oportunidade de investidores em optar por realizar um investimento ou realizar um novo aporte em uma companhia já investida (CUMMING, JOHAN, 2010; *apud* ESPENLAUB, KHURSHED, MOHAMED, 2014).

Dessa forma, em economias mais desenvolvidas usualmente existem mercados de capitais com maior liquidez e com maior abundância de recursos, o que auxilia investimentos a obterem retorno sobre seus investimentos e otimizar a extração de valor de suas empresas do portfólio. Assim, a alta liquidez do mercado de capitais locais pode incentivar a corrida por mais empresas buscando realizar o IPO, possibilitando um ciclo virtuoso onde o tempo médio para a listagem do capital na bolsa de valores poderia encurtar e, conseqüentemente, aumentar os incentivos e retornos dos investidores. Assim, a liquidez abundante do mercado de ações poderia facilitar a saída de investidores de suas companhias através de IPO, gerando um impacto positivo no aumento de operações de fusões e aquisições (BLACK, GILSON, 1998; *apud* ESPENLAUB, KHURSHED, MOHAMED, 2014).

Apesar de haver muitas pesquisas sobre a relação entre a atividade do mercado doméstico de capitais e a quantidade de saídas feitas (SCHWIENBACHER, 2008; CUMMING *et al*, 2006; NING, WANG, 2012), não existe unanimidade sobre o quanto o mercado de capitais influencia diretamente saídas de sucesso, de acordo com cada país.

As principais conclusões observadas por Espenlaub, Khurshed e Mohamed (2014) são que a liquidez de mercados pode acelerar o tempo de uma saída via *IPO*. Além disso, as saídas dos investidores por meio de operações de

fusões e aquisições são passíveis de serem aceleradas e altamente influenciadas pelo valor das ações correlatas listadas na bolsa.

Idade da companhia

Outra variável de controle que poderia afetar a internacionalização de novas empresas de acordo com a bibliografia é a idade da empresa. De acordo com um estudo feito por Fernhaber e McDougall-Covin (2009), a idade pode ser um fator moderador, pois empresas mais antigas e tradicionais usualmente tendem a ter maior disponibilidade de recursos. Além disso, elas têm mais chances em serem reconhecidas, o que poderia facilitar no processo de entendimento de seus *stakeholders* em relação à *branding*, reputação e credibilidade durante a expansão internacional.

Enquanto isso, as empresas mais novas ou recém-criadas, principalmente as que não nascem globais, tendem a conquistar territórios de forma gradual ao longo de seu desenvolvimento. Inicialmente buscando crescer interna e localmente e somente após seus respectivos mercados estarem relativamente saturados, elas tendem a promover o seu movimento de internacionalização para buscar novos clientes em outros territórios (KOTHA *et al*, 2001; REUBER, FISCHER, 2002; ZAHRA, NEUBAUM, HUSE, 1997; ZAHRA *et al*, 2000; *apud* FERNHABER, MCDUGALL-COVIN, 2009).

Tamanho da companhia

Uma variável que pode afetar o impacto do investidor no processo de internacionalização da organização está relacionada ao tamanho da companhia. Assim como no caso da idade da empresa, quanto maior a companhia, teoricamente maiores são os recursos disponíveis para serem empregados durante a expansão internacional. Dessa forma, empresas maiores poderiam ter uma vantagem comparativa em relação às empresas de menor porte (BLOODGOOD *et al*, 1996; BURGEL, MURRAY, 2000; STEENSMA, MARINO, WEAVER, DICKSON, 2000; ZAHRA *et al*, 1997, 2000; *apud* FERNHABER, MCDUGALL-COVIN, 2009).

Segundo Paglia e Harjoto (2014), o aporte de capital não impacta imediatamente, de forma positiva ou negativa, o aumento de receita e número de postos de trabalho abertos. Como muitas vezes é necessário tempo para o desenvolvimento e execução de novas estratégias que envolvam o crescimento

da companhia, muitas vezes o impacto do aporte de capital pode ser sentido em diferentes *timings*, podendo variar bastante dependendo do tamanho da empresa, seu grau de exposição internacional e o perfil de clientes em seu portfólio (público ou privado).

O tamanho da companhia também pode afetar a internacionalização do ponto de vista de foco e importância que a internacionalização tem para a organização. Após serem investidas por fundos de *venture capital*, empresas de pequeno e médio porte conseguem observar maior impacto no que tange ao seu crescimento e aumento do número de empregos do que grandes corporações (PAGLIA, HARJOTO, 2014).

Por conta da disponibilidade de recursos, empresas maiores poderiam ter mais recursos financeiros e de capital humano para investir na internacionalização enquanto empresas de menor porte, poderiam ter menos pessoas e, conseqüentemente, menor energia gasta para conseguir dar fôlego à expansão internacional devido a divisão com outras tarefas internas.

Por outro lado, empresas menores por contar com menos estruturas burocráticas poderiam ser mais ágeis em alguns processos durante a internacionalização.

Além disso, esse fator moderador também pode influenciar questões ligadas à *branding*, reputação e credibilidade, pois segundo a bibliografia, empresas de grande porte tendem a ter mais reconhecimento e reputação frente aos novos mercados (FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

Indústria que a empresa atua

A indústria que a empresa atua pode também ser entendida como um fator importante capaz de moderar ou não o impacto positivo da internacionalização. Além disso, também pode facilitar o entendimento sobre de que forma as contribuições dadas pelo investidor poderão ser maximizadas.

Caso a indústria na qual a organização esteja inserida tenha perfil de competição monopolista ou oligopolista, a empresa entrante provavelmente terá maiores dificuldades para penetrar no mercado e competir devido às barreiras de entrada criadas. Ao mesmo tempo, caso a companhia apresente uma proposta de valor significativamente diferenciada e melhor que a concorrência, esta poderia se posicionar de forma bastante vantajosa para ampliar sua participação de mercado.

Outra variável que pode influenciar que o impacto da internacionalização está relacionado com a regulamentação. Usualmente, em mercados pouco regulados as empresas podem ter maior flexibilidade e criatividade para criar processos e traçar suas diretrizes.

No entanto, em indústrias muito reguladas os investidores podem ter menor impacto no sucesso da expansão internacional devido ao fato das empresas precisarem seguir as leis e normas daquela região local, havendo menor espaço para pensar fora da caixa. Ao mesmo tempo, caso os investidores tenham alta influência nas instituições regulamentadoras este pode servir como uma vantagem competitiva significativa para facilitar eventuais obstáculos que apareçam.

Conhecimento acumulado pelo investidor

Outro fator que pode agir como efeito moderador sobre a capacidade de impacto que um investidor pode agregar dentro de uma empresa está relacionado com o próprio conhecimento e experiências prévias acumuladas do mesmo (AUTIO *et al*, 2000; LEE, TSANG, 2001; ORSER *et al*, 2000; *apud* SMOLARSKI, KUT, 2009). Este é uma das variáveis mais enfatizadas pela bibliografia, pois diferentes autores defendem a experiência e conhecimento prévio sobre internacionalização para mitigar os riscos e maximizar o sucesso da expansão internacional (BLOODGOOD *et al*, 1996; CARPENTER *et al*, 2003; REUBER, FISCHER, 1997; SAPIENZA, AUTIO, GEORGE, ZAHRA, 2006, SAMBHARYA, 1996; *apud* FERNHABER, MCDOUGALL-COVIN, 2009).

A experiência de já ter trabalhado com outras culturas ou em uma organização internacional pode contribuir para o aprendizado sobre melhores práticas de lidar em uma organização multicultural e em assuntos ligados à estratégia de entrada e operação internacional. Além disso, a experiência dos investidores poderia ajudar a acelerar o processo de internacionalização por ter aprendido com erros e a encurtar caminhos de entrada.

Dessa forma, caso o investidor não tenha bastante conhecimento sobre como se internacionalizar ou até mesmo por conta de desconhecimento crie impedimentos e dificuldades para a expansão internacional, a empresa poderia ver sua estratégia de internacionalização comprometida.

Tabela 6 – Variáveis moderadoras

Variável moderadora	Possíveis efeitos positivos?	Possíveis efeitos negativos?
Nacionalidade do VC	Entrada no país alvo pode ser facilitada caso seja no local de nacionalidade do investidor. Facilitar aproximação de investidores para <i>rounds</i> futuros.	Diferentes hábitos, posturas e comportamentos podem gerar conflitos culturais entre empreendedores e investidores.
Ambiente institucional e de mercado	Maior acesso a capital e liquidez favorece e acelera o movimento de IPOs, gerando maiores incentivos para investidores.	Quando há menos disponibilidade de recursos e liquidez pode haver menos oportunidades de saída para investidores.
Idade da companhia	Empresas mais antigas e tradicionais tendem a ter maior disponibilidade de recursos e serem mais conhecidas pelo público.	Empresas menos tendem a ser mais lentas na expansão por priorizarem o crescimento no próprio país de origem.
Tamanho da companhia	Empresas maiores tendem a ter maiores recursos para investir e maior reputação e credibilidade. Empresas menores são mais ágeis que as grandes.	Empresas menores tendem a ter menores recursos para investir.
Indústria que a empresa atua	Uma indústria pouco protecionista e regulamentada pode privilegiar a entrada de empresas estrangeiras.	Se a indústria no país alvo for monopolista ou oligopolista haverá maiores barreiras de entrada. Alta regulamentação pode dificultar atuação de empresa estrangeira.
Conhecimento acumulado pelo investidor	Experiências passadas e <i>expertise</i> do investidor poderiam alavancar os impactos observados na empresa.	Desconhecimento e falta de experiência poderiam eventualmente atrapalhar alguma situação inédita que não seria resolvida da forma ideal.

Fonte: Elaboração própria

2.4. Consolidação dos argumentos teóricos

Até o momento buscou-se revisitar a literatura acerca do assunto discutido sobre de que formas os investidores poderiam contribuir com a internacionalização de empresas, além de entender os respectivos impactos de cada ação e as variáveis moderadoras que poderiam agir como agentes reguladores desses impactos.

Dessa forma, é possível apresentar um quadro teórico capaz de resumir as relações entre cada variável e perceber seus diferentes graus de intensidade, de acordo com a visão dos autores presentes na bibliografia. Essa tabela tem como objetivo primário alinhar expectativas entre empresas e investidores sobre o papel de cada uma das partes para que estes possam focar nas ações mais efetivas, permitindo atribuir prioridades e extrair o máximo de valor possível ao longo do processo de internacionalização. Além disso, como objetivo secundário este *framework* serve como um instrumento de visualização e fácil entendimento para a academia e mercado sobre o papel do investidor ao longo da expansão internacional de sua empresa, por meio da interpretação teórica acerca da bibliografia e casos presentes na pesquisa.

Ao analisar a tabela da figura 1 é possível identificar a categorização dos principais tipos de suporte tangíveis e intangíveis nos cinco principais elementos discutidos nesta seção: (i) financeiro, (ii) suporte na gestão, (iii) acesso a network, (iv) reputação e credibilidade e (v) cultura. Além disso, na coluna ao lado é possível resumir os principais benefícios esperados desses itens com maiores detalhamentos.

Também é válido salientar a interpretação teórica feita sobre o grau de intensidade que estes benefícios poderiam repercutir em impactos durante a internacionalização. Os impactos observados são: (i) agilidade, aferindo a precocidade da internacionalização, propiciada pela influência do investidor e a velocidade com que a expansão internacional foi feita após o investimento; (ii) intensidade, se dividindo entre a abrangência geográfica (quantidade de territórios internacionais penetrados pela companhia), a dispersão geográfica (isto é, para quão distante a empresa foi ao se internacionalizar tendo como referencial sua matriz) e volumes em receita (aferindo a importância da receita proveniente de territórios internacionais frente a sua receita total); (iii) desempenho, sugerindo impacto direto ou indireto das ações dos investidores na performance da companhia por meio do crescimento de faturamento da companhia e/ou do valor de mercado da organização.

As setas ajudam a medir o grau de intensidade de cada benefício no impacto percebido na organização. A seta vermelha indica a presença de uma relação insignificante entre o benefício e o impacto percebido. A amarela indica que eventualmente em alguns casos até pode haver uma relação positiva ou neutra entre as formas de apoio dos investidores e os resultados da companhia. Já a seta verde aponta para a existência de uma relação direta, positiva e significativa entre os suportes oferecidos pelos investidores e os impactos percebidos nas empresas.

Os aspectos “capital direto” e “ajuda para criar aspirações e cultura global de crescimento dentro da empresa” são os itens com maior pontuação, significando que são fatores oferecidos pelos investidores que tem o potencial de gerar grande impacto para a internacionalização. Também foi observado que a “ajuda na estruturação de operações financeiras” é o item com menor pontuação, indicando que ele tem menor importância relativa para a empresa do que as outras formas de apoio.

Foram mencionadas as principais situações que as variáveis moderadoras podem ter maior protagonismo frente aos benefícios teoricamente esperados pelo capital de risco. O mesmo fator moderador pode influenciar simultaneamente benefícios de diferentes naturezas, reforçando a relevância que estes devem ser tratados pelos gestores e investidores durante o processo de internacionalização.

3 Metodologia

Este capítulo pretende informar sobre as diversas decisões acerca da forma como este estudo foi realizado.

3.1. Justificativa para realizar estudos de casos múltiplos

Como a percepção entre alguns autores na literatura tem sido contraditória em relação ao impacto real que investidores de capital de risco têm ao longo da internacionalização de empresas, buscou-se realizar um estudo em profundidade a partir de uma pequena amostra para investigar melhor os fatos ocorridos nos casos investigados.

Adicionalmente, devido ao universo restrito de pequenas e médias empresas de tecnologia brasileiras que foram investidas por capitalistas de risco e se internacionalizaram, essa pesquisa buscou analisar estudos profundos em alguns casos específicos para colher mais evidências. Por conta destes motivos, preferiu-se realizar estudos de casos em detrimento à uma *survey*.

Foram entrevistados fundadores de quatro empresas digitais brasileiras que receberam apoio financeiro de investidores de risco e no momento que estas se internacionalizaram, estes também eram os principais gestores de suas respectivas companhias. Além disso, a pesquisa privilegiou a opinião de investidores de capital de risco, colhendo duas entrevistas dos diretores executivos dos dois fundos de investimento, um genuinamente brasileiro e outro com atuação no Brasil, mas com origem e capital dos Estados Unidos.

A fim de não forçar as respostas por meio do roteiro pré-estruturado, os entrevistados foram incentivados para falar livre e abertamente sobre como a participação de seu investidor de risco influenciou (ou poderia ter influenciado) o seu caminho de internacionalização. No caso das entrevistas com os investidores, o mesmo método foi seguido, sugerindo que eles falassem abertamente sobre como eles influenciaram o processo de internacionalização de suas empresas investidas.

3.2. Critérios para seleção dos casos entrevistados

A seleção das fontes de informação para revisão literária observou o critério de analisar e identificar as publicações internacionais mais populares e citadas por autores em revistas internacionais que dissertam sobre internacionalização de empresas, *venture capital* e *private equity* e, principalmente, os estudos que analisavam a relação desses assuntos entre si.

A escolha dos sujeitos das entrevistas observou os seguintes critérios: (i) os entrevistados deveriam representar pequenas e médias empresas brasileiras da indústria de tecnologia e que já havia, pelo menos, iniciado sua expansão internacional; (ii) os gestores das companhias entrevistadas precisavam ter tido papel de liderança ao longo da internacionalização e relacionamento com seus respectivos investidores, por conta disso, foram entrevistados apenas os fundadores das empresas que na época da internacionalização também exerciam a função de presidente da companhia; (iii) foram escolhidos apenas investidores de capital de risco que já tivessem tido pelo menos uma experiência de investimento em pequena ou média empresa brasileira de tecnologia que se internacionalizou; (iv) os investidores entrevistados deveriam ter liderado o relacionamento com a empresa investida e também ter vivenciado de perto a expansão internacional da respectiva companhia de seu portfólio, o que justifica, apenas os respectivos líderes terem sido entrevistados; (v) as empresas analisadas e os investidores entrevistados não deveriam ter nenhum tipo de ligação societária entre si para evitar viés de conveniência social, ou seja, os entrevistados só poderiam ser selecionados desde que o investidor entrevistado não fossem o mesmo da companhia analisada.

Apenas casos de empresas de tecnologia foram sido escolhidos por diferentes motivos. As empresas de tecnologia por conta do ambiente virtual tendem a crescer e escalar mais rapidamente na maioria dos casos que companhias que dependem de operações físicas, pois nem sempre precisam abrir uma operação física em outro país para se internacionalizar. Além disso, a expansão pode acontecer em vários países de uma hora para outra apenas com a tradução de uma plataforma, por exemplo. É válido ressaltar que a maior parte dos fundos de *venture capital* no Brasil orientam seus investimentos para organizações digitais.

Para preservar a confidencialidade das informações e deixar os entrevistados mais confortáveis foram atribuídos nomes disfarçados para as empresas e investidores, onde somente as posições dos entrevistados (mas não os nomes) são apresentadas abaixo:

- F_IT – fundador de uma empresa especializada em TI para a indústria de telecomunicações;
- F_ecommerce - fundador de uma empresa especializada em ecommerce de serviços;
- F_services - fundador de uma empresa de empresa de mídia que certificava e premiava portais na Internet;
- F_pay - fundador de uma empresa que gerencia meios de pagamento eletrônicos;
- VC1 - CEO de uma empresa de venture capital brasileira especializada em mídia digital, e-commerce e soluções móveis;
- VC2 - CEO de uma empresa de capital de risco dos Estados Unidos, especializada em empreendimentos de internet em geral, com investimentos no Brasil;

3.3. Procedimentos de coleta e análise de dados

O instrumento de coleta de informações teve como finalidade analisar e extrair informações sobre os casos de empresas e investidores, a partir de entrevistas que duraram entre quarenta e sessenta minutos e foram realizadas tanto de forma pessoal ou por videoconferência.

Todas as entrevistas seguiram um roteiro semiestruturado com base nos pontos cobertos na sessão de revisão da literatura sobre esta pesquisa, que serviria para confrontar os aspectos identificados na literatura ao longo das entrevistas feitas. Assim, seria possível investigar as principais nuances envolvendo as diferentes formas possíveis de interação entre o investidor e a empresa de seu portfólio, comparando sua respectiva realidade com os principais aspectos teóricos encontrados na bibliografia. O exemplar deste instrumento de coleta de dados está disponível nesta pesquisa como um dos anexos.

Tal procedimento foi escolhido para atrelar maior credibilidade ao ponto de vista sobre as principais formas e seus respectivos impactos sobre como

investidores de capital de risco podem contribuir ao longo da internacionalização de pequenas e médias empresas de tecnologia.

Após esse procedimento de coleta dos dados das entrevistas realizadas, ao longo do tratamento das informações buscou-se realizar dois tipos de análises: intracasos e intercasos realizadas pelo pesquisador e seu orientador. Assim, as análises multivariadas contemplam uma visão profunda e detalhada de cada caso investigado separadamente e a outra perspectiva que cruza as informações obtidas entre todas as entrevistas, de acordo, com cada tópico e assunto presente no questionário.

3.4.Limitações do método

O método escolhido se, por um lado, permite avanços na percepção até então pouco conhecida pela literatura sobre a realidade de companhias brasileiras de pequeno e médio porte de tecnologia que foram investidas por investidores de capital de risco e se internacionalizaram, por outro lado, representa algumas limitações de estudo.

Por se tratar de uma amostra pequena, os resultados encontrados são meramente indicativos e não devem ser imediatamente generalizados para outros casos. Além disso, apesar dos entrevistados representarem os principais líderes de cada caso analisado, é válido pontuar que não foram entrevistadas outras pessoas da mesma empresa para identificar percepções diferentes sobre os depoimentos dados.

Apesar de o pesquisador ser neutro não tendo ligação profissional com nenhuma das partes, não é possível destacar totalmente a existência do viés de conveniência social ao longo da entrevista. Não obstante, também é válido sinalizar que talvez tenha havido algum viés de atribuição ao longo das entrevistas, onde o entrevistado pode atribuir o louvor do sucesso para si e o terceirizar o fracasso para terceiros (ZUCKERMAN, 1979).

4 Análise e Interpretação dos Resultados

Este capítulo, organizado em duas seções apresenta e discute os principais resultados alcançados, discute suas implicações e produz sugestões sobre o problema de pesquisa previamente selecionado.

A primeira seção apresenta uma análise individualizada sobre cada caso entrevistado para aprofundar maiores detalhes sobre as especificidades entre as empresas e investidores selecionados. A seção seguinte, a partir de uma análise comparativa entre os casos discute os principais aspectos de similaridade e diferenças entre as entrevistas.

4.1. Descrição dos resultados – análise por cada caso

F_IT

A F_IT é uma companhia brasileira que começou em 1998 dentro da casa do empreendedor e teve uma bem-sucedida trajetória de crescimento, passando por incubadoras de universidades, sendo investida por diferentes fundos de capital de risco e tendo conseguido estar presente em mais de 100 países. A empresa é uma das líderes em desenvolvimento de plataformas de comércio e conteúdo móvel.

A companhia recebeu investimento antes da internacionalização por um grupo de investidores internacionais. De acordo com o entrevistado, uma das principais formas de apoio dado para viabilizar a internacionalização teria sido o acesso a outras empresas do portfólio do investidor que já tinham passado por experiências semelhantes no passado e teriam aprendizados para compartilhar. A estratégia do investidor era a apresentação de pares e executivos semelhantes para que pudessem conversar sobre desafios bastante similares.

No início da internacionalização, a F_IT optou por enviar seus principais executivos para liderar a expansão em outros países. No entanto, após obstáculos culturais enfrentados que dificultaram a internacionalização, a companhia precisou rever sua estratégia.

Por meio do conselho de seus investidores que ajudaram a diminuir fricções culturais, a empresa havia determinado que o sócio executivo da F_IT que fosse liderar a inauguração da operação internacional deveria ter como uma das principais metas encontrar e recrutar mão de obra qualificada local para liderar a operação nesses países e também pudessem agir e lidar como sócios. Com isso, a companhia aprendeu a importância de ter pessoas dentro da sua operação que entendessem profundamente a realidade dos mercados locais e não menosprezar diferenças culturais.

O primeiro aporte de capital recebido foi para promover o crescimento da empresa em nível nacional. O movimento de internacionalização da companhia aconteceu de forma passiva, após uma oportunidade ter sido vislumbrada por um de seus clientes corporativos que gostaria de contar com os serviços da empresa no México.

O que acelerou a expansão internacional da F_IT posteriormente foi uma segunda rodada de captação com os mesmos investidores que deu fôlego para a aquisição de um concorrente que possuía operação estabelecida em quatro países da América Latina. Dessa forma, houve uma estratégia premeditada pelos empreendedores e validada pelos investidores em acelerar a internacionalização da companhia, que contou com um apoio bastante relevante dos sócios capitalistas. Como estes investidores tinham uma abundante disponibilidade de recursos, não foi necessária a introdução de novos investidores para complementar a estratégia de captação de investimento. Ao longo dos processos de fusão e aquisição que seguiram, os investidores assumiram o controle societário da companhia tendo cada vez mais influência dentro da governança da companhia.

Segundo o entrevistado, seus investidores teriam contribuído para o bom desempenho da internacionalização por meio da experiência prévia em indústrias similares e negócios internacionais, além da ajuda na profissionalização e reestruturação de processos com boas práticas de planos de *stock option*, por exemplo.

Do ponto de vista do suporte em questões ligadas à governança corporativa e acompanhamento de metas, o empreendedor acredita que o empreendedor não teve papel relevante por já haver uma cultura forte internamente sobre esses assuntos. No entanto, acredita que se fosse necessário, poderia ter contado com a ajuda de seus investidores. Adicionalmente, a empresa não teria contado com o apoio na indicação e

seleção de talentos por parte de seus sócios capitalistas porque eles não entravam com profundidade na operação.

É válido destacar que de acordo com o entrevistado, a reputação e credibilidade de seu investidor certamente facilitaram a formação de alianças estratégicas e processos de fusão e aquisição que viriam a acontecer no futuro. Além disso, por conta da natureza do modelo de negócios ser B2B (*business to business*), o empreendedor acredita que o respaldo de ter seus investidores ajudou a conquistar contratos com novos clientes.

O investidor não teria tido influência em criar o desejo dos empreendedores em internacionalizar, pois eles já tinham essa vontade desde antes de receber o investimento. No entanto, o fato de haver essa aspiração teria sido determinante para que o relacionamento entre o investidor e os empreendedores amadurecesse e se concretizasse em aportes de capital.

Ao longo das quatro etapas de tomada de decisão sobre internacionalização investigadas na pesquisa (que a empresa iria se internacionalizar, sobre e como e para onde iria, apoio durante o processo de entrada em um país e após a entrada e estabelecimento da operação estrangeira), o investidor teria tido papel protagonista nas discussões e definições das diretrizes estratégicas da companhia ao longo dos desafios que foram surgindo durante a expansão internacional.

Sob a perspectiva das ações promovidas pelos investidores que repercutiram nos resultados da internacionalização da companhia, o entrevistado destaca uma relação direta e significativa em fatores como: (i) melhor eficiência operacional, (ii) aumento do *valuation*, (iii) melhoria de rentabilidade, (iv) sucesso em processos de *M&A*, (v) aumento do faturamento, (vi) aumento da presença internacional e (vii) precocidade e velocidade da internacionalização. Também foi possível enxergar uma influência do investidor no aumento do quadro de empregos da companhia, contudo nesse caso, o papel atribuído pelo entrevistado seria de um impacto indireto. O empreendedor também destacou que em nenhum momento o investidor teria prejudicado alguma etapa do processo de internacionalização.

É interessante observar que houve concordância do entrevistado com os fatores moderadores salientados na revisão bibliográfica e dessa forma, o empreendedor da F_IT concorda que as variáveis a seguir poderiam regular o impacto de *venture capitalists* sobre o processo de internacionalização de pequenas e médias empresas: (i) nacionalidade do VC, (ii) ambiente

institucional, (iii) idade da companhia, (iv) tamanho da companhia, (v) indústria que a empresa atua e (vi) conhecimento acumulado.

Uma das formas de apoio mais percebida pelo empreendedor que o investiu contribuiu foi ter oferecido acesso a contatos internacionais e conhecimento sobre internacionalização. Caso a F_IT fosse investida por outros investidores, principalmente brasileiros, o processo de internacionalização poderia ter sido mais lento ou com mais erros no início.

Fazendo uma reflexão sobre a internacionalização de sua empresa, o empreendedor acredita que “*as empresas ao decidirem colocar um pé fora do país, precisariam ter certeza que o seu outro pé está bem firme e irá aguentar qualquer instabilidade*”. Além disso, o entrevistado acredita que por mais que haja preparação prévia para esse momento e antecipação de possíveis problemas, sempre surgirão problemas inesperados e os erros são inevitáveis. No entanto, ao errar a empresa deveria identificar rapidamente e corrigir suas falhas.

F_ecommerce

A F_ecommerce é uma empresa de comércio eletrônico fundada em 2010 que foi um dos pioneiros do mercado de compras coletivas no Brasil e se internacionalizou para Argentina, México e Chile. Atualmente, a companhia se posiciona para o cliente final como um “*shopping de ofertas*”, onde o consumidor pode encontrar o que procura, quando e de onde estiver.

A ideia de internacionalizar para a América Latina veio com apenas um ano de existência da empresa, quando os empreendedores optaram por criar a maior empresa de *local commerce* no continente, a partir de uma visão oportunista em dobrar o tamanho de atuação em vez de ficar apenas no Brasil. Os investidores não tiveram muita influência nessa decisão, pois quando estes realizaram o investimento os empreendedores já tinham essa vontade e, portanto, não contribuíram para a criação de uma cultura de crescer internacionalmente. Segundo o entrevistado, os sócios da companhia receberam outro tipo de influência para a expansão internacional: a inspiração em outros casos de empresas digitais que dominaram a região e se tornar líderes locais.

É válido salientar que apesar dos investidores tenham tido um papel neutro na decisão de internacionalizar e não ter interferido, posteriormente fora revelado aos empreendedores que havia um receio sobre a precoce internacionalização. Alguns investidores estavam preocupados com a expansão demasiadamente

acelerada sem a empresa ter obtido uma participação mais madura no mercado nacional, no entanto, em nenhum momento atrapalharam ou impediram o movimento.

Após ter internacionalizado, a companhia teve a oportunidade de comprar um de seus principais concorrentes internacionais na região, que na época tinha a segunda maior participação de mercado. Nesse momento, o entrevistado destacou a relevante participação que os investidores demonstraram na época no debate se a compra do concorrente era justificável, uma vez que a própria operação internacional não apresentava bons resultados. Apesar disso, não se opuseram à decisão que foi tomada pelos empreendedores em adquirir a outra companhia.

A empresa recebeu diferentes rodadas de investimento e nenhuma delas tinha como objetivo único a internacionalização. No entanto, em uma das rodadas mais avançadas, um novo investidor que aportaria um novo montante na F_commerce incentivou os empreendedores a realizar a compra do concorrente estrangeiro ao reforçar que parte do capital investido poderia servir para a operação, uma vez que havia recursos suficientes para seguir essa estratégia. Esse fato é interessante, pois evidencia a capacidade de influência do investidor que além de ter contribuído com o capital direto, viabilizou não só o crescimento da operação no exterior como também facilitou aquisições futuras.

Além disso, o entrevistado ressaltou que seus investidores contribuíram de forma relevante na apresentação para outros fundos de investimento que tinham potencial de investir em futuras rodadas.

Quando perguntado sobre o suporte de gestão que teria sido oferecido e aproveitado pela empresa, o entrevistado mostrou pouca influência em diferentes questões. Dessa forma, para o sucesso da internacionalização não teria havido apoio direto dos sócios capitalistas em situações como: (i) experiência em negócios similares ou em gestão de negócios internacionais, (ii) governança corporativa, (iii) controle e monitoramento de métricas e (iv) profissionalização e reestruturação de processos. O empreendedor destacou que houve alguma apresentação e auxílio na seleção de talentos, mas que esse suporte também teria sido tímido e de forma indireta.

A credibilidade internacional dos investidores foi destacada como um fator relevante na formação de alianças estratégicas internacionais a partir da formação de novos parceiros e, principalmente, na aquisição de seu concorrente internacional. Nesse caso, um de seus investidores detinha participação tanto na

F_ecommerce quanto no concorrente internacional e acabou atuando como facilitador no processo de aquisição.

No entanto, não foi observado pelo empreendedor nenhum tipo de necessidade de ajuda de seus investidores para eliminar qualquer tipo de barreira cultural ou fricção geográfica que tenha surgido como obstáculo.

Ao longo das etapas pesquisadas sobre o processo de internacionalização, é válido ressaltar o papel coadjuvante que os investidores tiveram ao longo da trajetória, pois apesar de eles terem sido coniventes com a decisão de expandir e nunca ter se colocado contra oficialmente no conselho de administração, também nunca participaram ativamente da decisão em expandir para o exterior. Esse papel dos investidores se manteve com pouca influência em outros momentos da expansão internacional como: a decisão sobre como e para onde a empresa iria, durante a entrada no país e após o estabelecimento da operação estrangeira.

Quando perguntado explicitamente se algum dos impactos percebidos da internacionalização poderia ter sido decorrente da ação de seus investidores, o entrevistado destacou que o único fator que teria tido uma influência significativa era o aumento do *valuation* da companhia. Outros fatores como: eficiência operacional, melhoria de rentabilidade, sucesso em processos de fusão e aquisição, aumento do faturamento, maior presença internacional, precocidade e velocidade da internacionalização e aumento do número de empregos não se destacaram na visão do empreendedor como tendo sido decorrentes do impacto direto de seus investidores.

Apesar disso, o empreendedor acredita que em nenhum momento os investidores atrapalharam ou prejudicaram de alguma forma o processo de internacionalização.

É interessante observar que na visão do entrevistado o ambiente institucional do local onde a empresa está, não necessariamente é um fator moderador da ação do investidor que poderia impactar positiva ou negativamente sua investida. Isto é, de acordo com a sua visão, a liquidez do mercado de capitais local, o volume de fundos de investimento e PIB *per capita* nem sempre são fatores determinantes que regulam a capacidade de impacto observado do investidor na operação.

No entanto, o empreendedor concorda que as outras variáveis moderadoras destacadas na revisão bibliográfica como: (i) nacionalidade do investidor, (ii) idade da companhia, (iii) tamanho da empresa, (iv) indústria na qual a organização está inserida e (v) o conhecimento acumulado de

experiências internacionais podem, de fato, afetar a capacidade de impacto dos fundos de investimento em empresas de seu portfólio.

Ao ser questionado sobre o que poderia ter sido diferente caso a empresa tivesse diferentes investidores, o empreendedor não destacou nenhum ponto que poderia ter mudado drasticamente os resultados. Contudo, ressaltou que caso seus investidores tivessem maior experiência com empresas internacionalizadas poderiam ter, eventualmente, trazido maiores questionamentos e oferecido mais conselhos em momentos críticos de tomada de decisão sobre a operação internacional. Provavelmente, a pouca experiência teria sido uma das causas de uma participação pouco ativa dos investidores ao longo do processo.

O empreendedor destacou que na sua visão existe uma diferença de complexidade em internacionalizar negócios de tecnologia para a América Latina e para outras regiões no mundo. Ao levar a operação para outros países do continente, significaria expandir a operação de um mercado grande para mercados menores. No entanto, ao expandir de um mercado grande como o brasileiro para um maior ainda como o norte-americano, chinês ou europeu provavelmente exigiria ainda mais esforço de recursos para aumentar a competitividade da companhia.

Além disso, o empreendedor salientou que alguns modelos de negócio digitais são mais propensos à internacionalização que outros e nem sempre podem ter o sucesso de sua expansão internacional comparado sob a mesma ótica. Na sua visão, a F_ecommerce tinha um fator de complexidade superior, pois dependia do estabelecimento de uma operação física relevante em cada país de atuação. Em contrapartida, outras empresas que oferecem plataformas digitais poderiam apenas traduzir suas ferramentas ou realizar outras ações de menor esforço, e já conseguiriam penetrar em outros países com maior facilidade e velocidade.

F_services

Empresa de mídia fundada no final da década de 1990 que vendia patrocínios em volta de prêmios e certificações no mundo online que contavam com grande relevância nacional. A empresa recebeu o aporte de um fundo de investimento que teve um importante papel para o sucesso da companhia a partir do compartilhamento de melhores práticas em diferentes aspectos.

Dentre as formas que mais se destacaram nas respostas do empreendedor ao ser perguntado de maneira espontânea, foi possível identificar: abrir um escritório internacional, identificar os melhores *headhunters* para atrair talentos, conselhos de advogados sobre como operar internacionalmente e apresentação para parceiros estratégicos nos países alvo da expansão internacional.

Na visão do entrevistado, a influência de um investidor ao longo da internacionalização do negócio pode variar bastante em relação às características e natureza do próprio investidor, principalmente se este é um investidor capitalista ou estratégico. Também foi destacado que o investidor até pode querer influenciar e contribuir a partir de abordagens estratégicas na companhia e oferecer suporte com gestão, no entanto, caso o empreendedor não ofereça espaço para isso ao se julgar autossuficiente poderia inibir as possíveis ações do investidor.

O investidor nesse caso tinha interesse em contribuir com o sucesso da internacionalização devido às sinergias com sua carteira de investimento. O fundo de investimento tinha uma estratégia de obter participações em outras empresas digitais com serviços complementares para posteriormente organizar uma fusão entre os ativos e consolidar uma companhia com atuação em larga escala na América Latina.

No caso da F_services, o aporte de capital não foi feito especificamente para a internacionalização da companhia, no entanto, como expandir internacionalmente era um dos principais vetores de crescimento da companhia parte dos recursos foi destinada para essa estratégia. Na época do investimento, o aporte foi considerado *early stage* e ainda não havia um plano de negócios suficientemente detalhado sobre os anos seguintes da companhia. Além disso, também foi observado que a reputação e credibilidade dos investidores foram essenciais para processos de fusão e aquisição seguintes à internacionalização.

É válido ressaltar que segundo o entrevistado, o investidor ajudou na introdução de outros investidores. Como a companhia precisaria de outros aportes de capital, o investidor julgou ser importante a realização de novas rodadas que além de investir no crescimento, aumentariam o valor da empresa e, conseqüentemente, o preço de suas ações.

Sob o ponto de vista de governança corporativa, houve alguma ajuda dos sócios investidores no apoio a questões internas da empresa, como a implementação de políticas de gestão de resultado e controle de métricas. Além disso, também houve contribuição em relação à profissionalização e

reestruturação de processos com o apoio com planos de *stock options* e políticas de recursos humanos, ajudando a atrair e selecionar talentos para trabalhar na companhia.

Também é possível evidenciar que de acordo com o entrevistado que os investidores influenciaram os gestores da companhia a pensar internacionalmente e ampliar os horizontes de crescimento da companhia para fora do Brasil.

Apesar de o entrevistado ter citado explicitamente que os seus sócios de capital de risco contribuíram com diferentes aspectos na gestão e crescimento do negócio, nenhum dos resultados obtidos pela F_services teria acontecido por meio do impacto único e exclusivo de seus investidores segundo o empreendedor.

Ao longo das quatro etapas investigadas do processo de internacionalização, o investidor teria tido papel coadjuvante nos momentos de tomada de decisão: (i) que a empresa iria se internacionalizar, (ii) sobre como e para onde a empresa irá expandir internacionalmente e (iii) na participação durante a entrada em outro país. No entanto, após a entrada e estabelecimento internacional não teria havido nenhuma contribuição significativa do investidor no desenvolvimento da operação internacional.

Ainda sobre os resultados de internacionalização atribuídos às ações do seu investidor, o entrevistado acredita que seus sócios contribuíram em diferentes níveis de intensidade. O aumento do valor da companhia foi um efeito atribuído de forma direta à ação do investidor. Outros itens como o aumento da eficiência operacional, rentabilidade, sucesso em processos de fusão e aquisição, aumento do faturamento, elevação da presença internacional e precocidade da internacionalização foram aspectos citados que o investidor teve alguma contribuição indireta para o alcance desses impactos. No entanto, o investidor não teria tido nenhuma influência na velocidade da internacionalização e no aumento do número de empregos gerados pela empresa.

Também foi possível observar a percepção do empreendedor entrevistado acerca de possíveis fatores moderadores do impacto de investidores sobre o processo de internacionalização de pequenas e médias empresas. Segundo suas impressões a nacionalidade do investidor, o ambiente institucional, a idade e tamanho da companhia, a indústria que a empresa atua e o conhecimento acumulado são fatores relevantes que poderiam afetar os possíveis impactos do investidor na companhia. É interessante observar que a visão do entrevistado está bastante alinhada com os argumentos presentes na revisão bibliográfica.

A maturidade do empreendedor ao longo do processo de internacionalização de uma empresa é, na visão do entrevistado, um fator moderador sobre a atuação e potencial de influência que um investidor pode ter em uma companhia investida. De acordo com o empreendedor, os conhecimentos de experiências acumuladas o ajudaram a se tornar mais seguro sobre suas ações e a depender menos de ajuda de terceiros. No entanto, haveria sempre espaço para ajuda em algumas situações específicas, principalmente aquelas ligadas à *network* e apresentação de contatos estratégicos.

F_pay

A F_pay é uma empresa que atua no desenvolvimento de soluções para processamento de pagamentos online, conectando varejistas com diferentes meios de pagamento. Após cerca de dois anos de operação, a companhia iniciou um processo de criação de uma plataforma para consolidar pagamentos em multimoedas, permitindo com que seus clientes tivessem um sistema único de autorização de transações.

Uma das maiores vantagens para a internacionalização era o próprio modelo de negócio da companhia, pois seu serviço poderia ser facilmente disponibilizado em nível internacional, visto que realizava a integração de meios de pagamento (adquirentes) com *players* internacionais que queriam integrar suas transações para toda a América Latina por meio de uma única plataforma.

A empresa contou com a participação de investidores que representavam uma holding de investimento nacional. Segundo o entrevistado, os investidores não tinham papel muito ativo na gestão, visto que, o aporte de capital foi feito ainda em um momento bastante incipiente da empresa e a expansão internacional ainda não era uma diretriz clara em seu plano de negócios no momento do investimento.

A internacionalização teria acontecido mais por oportunidades trazidas pelos seus próprios clientes e por uma estratégia de defesa da companhia para crescer em mais regiões internacionais para não perder espaço, visto que estava posicionada em uma indústria global.

Como a empresa era lucrativa, os empreendedores utilizaram o próprio caixa da companhia para iniciar uma lenta e gradual expansão internacional sem depender de novos aportes de capital de investidores e, por conta disso, não

houve a necessidade dos sócios capitalistas ajudarem na captação de outras rodadas de investimento.

Aparentemente, os investidores tiveram mérito no momento inicial de estruturação da companhia ao aportar capital e permitir o desenvolvimento da empresa. No entanto, o entrevistado disse que não houve nenhum benefício percebido sobre as formas que teoricamente o investidor poderia auxiliar o processo de expansão internacional, pois a gestão dos investidores além de obter uma participação minoritária era bastante passiva. Isto é, não foi observada a contribuição em aspectos como: compartilhamento de experiências prévias em negócios internacionais similares, governança corporativa, controle e monitoramento em gestão, profissionalização e reestruturação de processos, além do auxílio em políticas de recursos humanos.

É válido ressaltar que também não houve nenhuma ajuda, percebida pelo empreendedor, em relação à apresentação de contatos internacionais para auxiliar no desenvolvimento fora do país. A própria credibilidade internacional da companhia teria sido criada pela reputação sobre a qualidade de seus serviços e de seu portfólio de clientes, e não pela reputação dos investidores.

Não obstante, não foi possível destacar nenhum envolvimento dos sócios capitalistas em incentivar a expansão internacional ou criar aspirações internas para os gestores da companhia para crescer para fora do Brasil. Além disso, nenhum resultado do processo de internacionalização pode ser atribuído à ação nem mesmo indireta dos investidores, visto que, de acordo com o empreendedor da F_Pay seus outros sócios não participaram da tomada de decisão em nenhuma das quatro possíveis etapas de internacionalização: (i) decidir se a empresa iria se internacionalizar, (ii) definição sobre como e para onde a empresa iria expandir internacionalmente, (iii) participação durante o processo de entrada em um país internacional e (iv) a participação após a entrada e estabelecimento de uma operação estrangeira.

Em relação às perguntas sobre de que forma as ações dos investidores poderiam ter contribuído para que a empresa atingisse suas metas ou melhorasse seus resultados, as respostas foram impressionantes, pois apresentam grande contraste com o esperado e os principais trechos bibliográficos destacados nessa pesquisa.

Segundo o entrevistado, além de não ter ajudado em aspectos como aumento do faturamento e melhoria da rentabilidade, o investidor quase atrapalhou a avaliação da empresa e no sucesso de um processo de aquisição ao interferir na negociação da venda da companhia, após todos os detalhes

entre os empreendedores e os compradores da empresa já terem sido acertados. No entanto, quando perguntado explicitamente se o investidor teria prejudicado a internacionalização, o empreendedor negou essa possibilidade, afirmando que seus sócios capitalistas teriam tido apenas um papel neutro de contribuição na história da expansão internacional.

Além disso, também não foi observado um apoio direto ou indireto dos investidores em aspectos como: melhoria da eficiência operacional, aumento da presença internacional, precocidade e velocidade da internacionalização e o número de empregos gerados pela companhia.

É válido salientar que o empreendedor destacou que apesar do tímido papel que o investidor teve no sucesso da companhia, credita bastante reconhecimento à importância dos investidores no aporte do capital inicial da companhia e da realização de alguns contatos nacionais que foram úteis para o desenvolvimento da empresa.

Também foi possível observar a percepção do empreendedor entrevistado acerca de possíveis fatores moderadores do impacto de investidores sobre o processo de internacionalização de pequenas e médias empresas. Concordando com a revisão bibliográfica e a opinião outros casos entrevistados, segundo a impressão do empreendedor da F_Pay a nacionalidade do investidor, o ambiente institucional, a idade e tamanho da companhia, a indústria que a empresa atua e o conhecimento acumulado são fatores relevantes que poderiam afetar os possíveis impactos do investidor na companhia.

Quando perguntado se o resultado da internacionalização da F_Pay poderia ter sido diferente caso não tivesse contado com o apoio de seus investidores, o empreendedor alegou que em sua visão nada teria sido diferente. Em sua visão, a estratégia em expandir para fora do Brasil foi uma tentativa de defesa para dificultar a expansão de algum concorrente internacional para o Brasil e outros países da América Latina, além de aumentar o tamanho da empresa para se valorizar em uma possível aquisição futura.

O empreendedor também trouxe reflexões acerca da internacionalização de pequenas e médias empresas brasileiras afirmando que apesar dos benefícios sabidos, também representam uma grande perda de foco e energia, principalmente enquanto a empresa ainda está no começo de seu período de maturação.

O entrevistado acredita que as pequenas empresas brasileiras com potencial de internacionalização deveriam começar de forma moderada e se expandindo lentamente quando forem iniciar sua expansão. Além disso, defende

a ideia que antes de se internacionalizar, a empresa deve ser vista como referência em seu mercado nacional e ter cautela para entender as melhores formas de entrada não podendo se afobar com qualquer oportunidade que apareça.

VC1

O VC1 é um braço de investimento de uma corporação de mídia que investe em empresas digitais em estágios iniciais de maturação. Seus principais focos de atuação se concentram nas verticais: *ecommerce*, *mobile* e mídias digitais. A empresa tem capital exclusivamente brasileiro.

Na visão do gestor do VC1, as empresas precisam ter visão crítica sobre qual é a sua real necessidade da internacionalização e não cometer nenhuma afobação. Nesse sentido, em suas palavras “*o papel do venture capital deve ser o de ajudar empresas pequenas a crescerem de maneira acelerada a se transformarem em ativos relevantes*”.

De acordo com o gestor do VC1, ao observar outros mercados como o norte-americano é possível enxergar bastante liquidez mesmo em empresas pequenas, um ecossistema empreendedor desenvolvido e maior volume de capital para suportar o crescimento das companhias. Teoricamente, existiria maior resiliência dos investidores quando há sinais positivos da evolução da empresa.

No Brasil é menos provável que um investidor construa sua tese de investimento considerando que suas empresas se tornarão ativos bilionários. Por conta disso, seria mandatório que os investidores tivessem a preocupação de investir em empresas que realmente possam se tornar relevantes e admitir que em alguns casos, a internacionalização passa a ser uma necessidade.

Na visão do entrevistado, o impacto que investidor pode gerar na internacionalização pode ocorrer antes mesmo do investimento. Segundo ele, é imprescindível uma análise prévia do modelo de negócios da companhia e uma reflexão crítica se realmente existe espaço para que essa empresa possa competir em nível internacional e validar seus diferenciais competitivos. Assim, desde o momento de tomada de decisão se o fundo de capital de risco irá investir ou não na companhia, este deveria estar observando e provocando os empreendedores a pensarem nas seguintes vertentes: (i) quais seriam as particularidades de cada possível região que a empresa poderá ir e como essas especificidades poderiam impactar o produto e a operação, (ii) o nível de

concorrência que será enfrentado e (iii) se é verdade que o modelo de negócios pode realmente ser adaptado em outros lugares.

Nesse sentido, os fundos de *venture capital* deveriam assumir o compromisso de atuar como agente validador de hipóteses ligadas a internacionalização para projetar diferentes cenários. Assim, poderia antecipar alguns possíveis desafios como a necessidade de capital demandado para suportar o crescimento e qual seria a disponibilidade de volume de recursos existentes para investir nessa indústria nos mercados-alvo. Além disso, também poderia identificar a demanda por talentos e mão de obra qualificada para identificar se a mão de obra local internacional atenderia os requisitos mínimos para a vaga.

Segundo o investidor, é mais comum que empreendedores tenham a vontade em se aventurar internacionalmente, porém o investidor exerce uma posição importante em questionar suas empresas investidas sobre os desafios vividos para antecipar possíveis planos de ação. O investidor já teria, em alguns casos, aconselhado empresas de seu portfólio em focar primeiramente em ser um *player* muito relevante no mercado nacional do que tentar dividir os poucos recursos existentes em uma internacionalização e se tornar um *player* de pouca expressão fora do país.

O investidor admitiu a dificuldade de empresas brasileiras serem *born globals* e competirem de forma genuinamente global. Uma das possíveis estratégias para combater esse desafio seria pensar global e agir localmente, se posicionando para clientes globais como uma organização que poderia facilitar a entrada de uma marca ou conceito no mercado latino americano, por exemplo.

Teoricamente existem diversas formas que um investidor poderia contribuir para o sucesso da internacionalização. Uma delas seriam análises prévias e projeção de cenários sobre a empresa e o mercado em que ela atua.

Outra forma de contribuição seria a partir da aproximação de investidores internacionais para investir em seu portfólio. Nesse sentido, o VC1 ajuda sua empresa investida a mapear os principais fundos de investimento com liquidez no exterior de acordo, classificando-os de acordo com suas próprias teses de investimento, disponibilidade de capital e indústrias de preferência para investir.

Uma ação executada pelo seu fundo de investimento foi a criação de uma rede internacional com dezessete investidores que poderiam coinvestir nas empresas de seu portfólio. Com o objetivo de facilitar a captação futura de suas empresas e, conseqüentemente, aumentar a oferta potencial de capital para seus ativos, o entrevistado também acredita que esses outros coinvestidores tem

interesse em fazer parte dessa rede por confiar na credibilidade dos membros dela e pela oportunidade de poder investir em um negócio com potencial de escala global. Na visão do gestor do VC1, um investidor internacional com experiências acumuladas tem potencial de atuar como potencializador da internacionalização de uma empresa que já possui na essência de seu produto ou modelo de negócios um viés internacional.

Quando perguntado sobre o melhor momento para investir na internacionalização de uma empresa, o investidor confirmou a opinião dos empreendedores que não existe uma única fórmula para determinar isso, admitindo que isso possa variar bastante caso a caso. Em todo caso, como direcionamento genérico de seu fundo, a partir da experiência prévia com a amostra das empresas analisadas para serem investidas, usualmente sua recomendação é a destinação da primeira rodada de investimento para exercer a liderança nacional e nas rodadas seguintes pensar em como viabilizar o crescimento para exterior.

Uma das empresas de seu portfólio ainda em estágio inicial com pouca idade de maturação e que teria recebido investimento apenas em duas rodadas iniciais, por conta da natureza global de seu negócio, obteve um crescimento internacional exponencial ultrapassando a sua presença em mais de 120 países. Isso teria sido possível, de acordo com o gestor do VC1, porque sua proposta de valor de facilitar o monitoramento entre pais e filhos por meio de uma plataforma online transcenderia qualquer barreira cultural, pois apesar do relacionamento entre pais e filhos poder ser diferente de acordo com a cultura de cada local, ainda assim sempre há a necessidade de haver algum tipo de comunicação.

O investidor também destacou que acaba contribuindo para influenciar as empresas com potencial de crescimento internacional em seu portfólio a crescerem esse caminho, aumentando a aspiração em crescer globalmente. Uma forma tangível desse incentivo poderia ser percebida por meio da abundância de capital aportado na companhia que poderia ser alocado em uma possível expansão internacional. No entanto, o investidor admite que o ritmo para que esse movimento também possa variar e este se sente na obrigação em dosar seus conselhos e contribuições, respeitando sempre o momento de vida de cada companhia.

Em relação às possíveis formas de suportar a gestão das empresas investidas, é possível observar diversas maneiras possíveis de apoio na perspectiva do investidor. A experiência com indústrias similares ou gestão de negócios internacionais poderia ser alavancada por meio de uma agenda com

outros investidores de outras regiões do mundo e permitiriam com que o fundo contribuísse ainda que não tivesse as competências internamente. A governança também seria um fator importante para o sucesso, pois ensinaria ao empreendedor como ele poderia extrair o máximo de valor possível dos seus conselheiros para lhe auxiliar nos desafios.

Sobre o controle e monitoramento de métricas, o investidor destacou que sua experiência prévia ajudou a conduzir uma melhor gestão dos negócios, por ajudar a priorizar os indicadores mais relevantes para acompanhamento em detrimento de outros menos importantes. O fundo também destacou que busca compartilhar melhores práticas de políticas internas e processos presentes em outros países para suas companhias, utilizando modelos de *pool de stock option* padrão para suas companhias.

Ao ser questionado sobre como o investidor poderia ajudar a recrutar talentos, disse que além do papel de indicar e ajudar a selecionar talentos o investidor pode investir na sua credibilidade para respaldar uma contratação. O gestor do VC1 deu exemplos de profissionais que trabalhavam em grandes empresas e altos salários que foram seduzidos para trabalhar em suas *startups* investidas. De acordo com o seu ponto de vista, o fundo de capital de risco pode se envolver nesse momento de forma crucial ao: (i) destacar para o candidato sobre a presença de investidores que estão dispostos a disponibilizar mais recursos financeiros para garantir maior fôlego financeiro à operação, (ii) reforçando a estrutura de governança criada e (iii) que seu rigoroso funil de seleção de empresas para investir também qualificaria a qualidade dos empreendedores, uma vez que eles foram selecionados dentre muitas outras companhias.

O investidor acredita que a sua reputação e credibilidade até pode ajudar na formação de alguma aliança estratégica de parceira comercial ou M&A, mas acredita que o crédito nesses casos é na maior parte das empresas pelo fato de serem os gestores que lideram esses processos. Além disso, o investidor disse que sua credibilidade até poderia eventualmente ajudar a legitimar a presença de sua investida no exterior, contudo isso na maioria das vezes não é verdade, pois nesse caso a maior parte do mérito também é dos empreendedores e em muitos casos a fama dos investidores brasileiros não é grande o suficiente fora das fronteiras nacionais.

É interessante notar que o próprio gestor do VC1 quando perguntado sobre quais resultados do processo de internacionalização obtidos por suas

empresas que poderiam ter sido atribuídos à sua ação direta admite que a sua contribuição seja moderada e indireta.

Ao analisar a contribuição de seu *venture capital* durante as fases de internacionalização das empresas de seu portfólio, julgou que teve um papel coadjuvante na tomada de decisão que a empresa iria se internacionalizar e protagonista nos momentos sobre como e para onde a empresa iria expandir, além da participação durante o processo de internacionalização e penetração no mercado-alvo. Contudo, disse que após a entrada na operação sua influência poderia diminuir mais e dependeria caso a caso. Essa resposta foi dada provavelmente, porque o investidor tem poucos casos de empresa de seu portfólio que já se internacionalizaram e já tem uma operação internacional relativamente madura para monitorar.

Quando perguntado sobre a capacidade de impacto que um fundo de capital de risco poderia contribuir para que uma empresa investida atingisse suas metas, o entrevistado disse que enxergava que havia uma relação direta com todas as opções. Dessa forma, o gestor do VC1 acredita que ele poderia impactar diretamente de forma positiva: (i) a melhoria da eficiência operacional, (ii) aumentar o valor de mercado da companhia, (iii) melhoria de rentabilidade, (iv) facilitar o sucesso em processos de fusão e aquisição, (v) aumento no faturamento, (vi) aumento da presença internacional, (vii) precocidade e velocidade da internacionalização e (viii) o número de empregos ofertados pela companhia. Essa visão é exemplificada pelo entrevistado quando ele afirma que na sua visão o VC1 não prejudicou ou dificultou a internacionalização de nenhuma das empresas de sua carteira.

É relevante salientar que na visão do gestor do VC1 todas as variáveis moderadoras levantadas pela revisão literária são pertinentes e poderiam afetar o impacto da contribuição dos investidores nos possíveis benefícios gerados para suas empresas. Dessa forma, todas as variáveis na sequência foram validadas pelo entrevistado como fatores moderadores: (i) nacionalidade do VC, (ii) ambiente institucional, (iii) idade da companhia, (iv) tamanho da companhia, (v) indústria em que a empresa atua e (vi) o conhecimento acumulado prévio dos gestores.

Ao analisar os casos de internacionalização do seu portfólio, o investidor acredita que contribuiu efetivamente para o melhor desempenho da internacionalização em alguns aspectos. Quando perguntado sobre o que poderia ter acontecido de diferente na operação de suas empresas caso elas não tivessem sido investidas pelo VC1, destacou a possibilidade destas terem

subestimado a importância de ter mão de obra local em outros países e na capacidade analítica do fundo que conseguiu projetar cenários e antecipar obstáculos em relação ao mercado e à concorrência.

VC2

O VC2 é um fundo de *venture capital*, fundado em 2012 no Brasil, focado em investir em empresas nacionais em estágio inicial nos segmentos de: Internet, comércio eletrônico, mobile, mídia e tecnologias na nuvem. Esta firma conta com capital exclusivamente estrangeiro, representando alguns fundos de investimento do Vale do Silício e também tem empresas de tecnologia como cotistas.

Um dos principais objetivos da criação deste fundo seria além de prover capital, prover acesso de empresas latino americanas para os Estados Unidos e compartilhar aprendizados de melhores práticas globais para pequenas empresas de alto potencial. Além do mercado norte-americano, o VC2 também conta com uma rede de relacionamento internacional presente em países como China, Rússia, Alemanha e Japão para auxiliar possíveis demandas internacionais das empresas de seu portfólio.

Quando perguntado sobre as principais contribuições oferecidas pelo VC2 para as empresas de seu portfólio que se internacionalizaram ou ainda irão passar por esse momento, o gestor acredita que antes de tudo é responsabilidade do fundo realizar uma calibragem na cabeça dos empreendedores se realmente a empresa está no momento certo de expandir.

Aparentemente, segundo o entrevistado, existiria uma regra velada no Vale do Silício onde empresas que não nasceram globais só deveriam começar a mirar o mercado internacional após alcançarem o faturamento de dez milhões de dólares. Esse pensamento poderia ser adaptado para a realidade brasileira de suas empresas investidas, ajudando a influenciar seu portfólio a desejar expandir geograficamente por opção apenas quando tiver atingido patamar de sustentabilidade na operação e excelência em processos.

O investidor também citou uma contribuição tangível para uma de suas empresas que estava negociando sua expansão internacional a partir da abertura de um escritório em Singapura e do início de contratos com clientes na Rússia. O VC2 contribuiu com uma análise sobre o mercado internacional desta empresa e verificou que essa expansão traria resultados menores que se a empresa utilizasse os mesmos recursos para a expansão na América Latina. Os

empreendedores da companhia seguiram os conselhos de seu investidor e foram bastante sucedidos no continente latino americano aferindo resultados maiores de faturamento que os previstos na expansão para o continente asiático.

Quando perguntado sobre sua estratégia de investimento para viabilizar a internacionalização de empresas, o gestor recomendou que fosse realizado um aporte específico para a expansão internacional em rounds C ou D. No entanto, não descartou que a internacionalização poderia acontecer em rodadas anteriores de captação que poderiam contar inclusive com o coinvestimento de outros fundos para aumentar a disponibilidade de recursos destinados para o crescimento no exterior.

Apesar de concordar que o VC2 conta com uma rede internacional de investidores e, eventualmente, ajuda a aproximá-los de suas empresas destacou que alguns fundos de investimento pregam o mesmo discurso, porém não executam da mesma forma. Na sua visão, investidores nacionais com menor nível de atuação global, tendem a ter uma rede de relacionamento menos abrangente e, conseqüentemente, um menor potencial de impacto na aproximação de investidores internacionais para suas investidas.

Quando perguntado se as ações como (experiência com indústrias similares, governança corporativa, controle e monitoramento de métricas, profissionalização e reestruturação de processos e auxílio em políticas de recursos humanos) poderiam contribuir especificamente para o bom desempenho da internacionalização, o entrevistado concordou que todos esses aspectos podem influenciar positivamente na companhia, mas nem sempre necessariamente de forma específica no movimento de crescimento para o exterior.

O investidor também destacou que uma das formas mais comuns em que é possível contribuir se dá na indicação e seleção de talentos para trabalharem junto aos empreendedores investidos. Uma de suas empresas estaria buscando um *country manager* para liderar as operações no exterior e estava com bastante dificuldade em preencher essa posição. Os gestores do VC2 ativaram sua rede de contatos e indicaram um talento estrangeiro com quem já haviam tido relacionamento profissional prévio para preencher a vaga. A indicação não foi só bem aceita pela empresa, mas como também por outros investidores internacionais da companhia que estavam receosos sobre quem poderia assumir essa posição.

É possível afirmar na visão do entrevistado que a reputação e credibilidade do fundo de investimento podem contribuir significativamente para a formação de

alianças estratégicas internacionais e processos de *M&A* por parte de suas investidas. No entanto, o investido ressalta que a marca da empresa tem maior influência e mérito para legitimar a sua presença no exterior ou rejeitar sua imagem por não ser local.

O gestor do VC2 também acredita que seu fundo já ajudou e segue contribuindo para a criação de aspirações na cabeça de seus empreendedores em querer crescer internacionalmente. No entanto, o fundo é recente ainda têm poucos de empresas que já seguiram efetivamente por este caminho. O investidor também acredita que pelo fato de possuir raízes internacionais poderia atuar como facilitador na eliminação de eventuais barreiras geográficas ou fricções culturais.

Quando perguntado sobre o seu papel ao longo das etapas investigadas de tomada de decisão em internacionalizar, o investidor acredita que exerce papel coadjuvante nos momentos em que: (i) a empresa irá se internacionalizar, (ii) sobre como e para onde ela irá expandir, (iii) desafios durante a entrada em um país e (iv) ajudar após a entrada e estabelecimento da operação estrangeira. Provavelmente, o VC2 acredita ter esse nível de influência pelo fato de adquirir posições minoritárias nas companhias e pelo fato de elas ainda serem muito novas e, portanto, as discussões sobre a internacionalização talvez ainda não contem com alto grau de complexidade estratégica e operacional.

Sob o ponto de vista das ações que o investidor poderia contribuir nos resultados alcançados na expansão internacional das empresas, o investidor afirma ter impacto em todas as opções perguntadas. No entanto, a relevância de sua atuação difere, apresentando um impacto direto na melhoria de eficiência operacional, *valuation*, sucesso em processo de *M&A* e na velocidade da internacionalização. Enquanto isso o investidor acredita que exerce um papel indireto em questões ligadas ao aumento do faturamento, aumento da presença internacional, precocidade e geração de empregos. Adicionalmente, o investidor alega não ter atrapalhado ou prejudicado a internacionalização de nenhuma de suas empresas, sem representar qualquer tipo de impacto negativo.

Na perspectiva do gestor do VC2, os fatores moderadores perguntados no questionário e que estão presentes na revisão de literatura podem, de certa forma, regular o impacto dos benefícios gerados por investidores gerados para suas empresas. Dessa forma, todas as variáveis na sequência foram validadas pelo entrevistado como fatores moderadores: (i) nacionalidade do VC, (ii) ambiente institucional, (iii) idade da companhia, (iv) tamanho da companhia, (v)

indústria em que a empresa atua e (vi) o conhecimento acumulado prévio dos gestores.

Ao refletir sobre as companhias do seu portfólio, o investidor ainda enfatizou que caso estas tivessem sido investidas por outros investidores provavelmente poderiam ter se internacionalizado de forma precoce antes do ideal, o que poderia comprometer a operação nacional. Além disso, também foi salientado que as análises feitas pelo fundo para a internacionalização contribuíram para um melhor faturamento de uma de suas companhias, ao influenciar ela a não adotar uma estratégia subótima de se expandir para a Ásia, uma vez que poderia obter melhores resultados na América Latina.

O investidor também fez uma distinção que as empresas brasileiras com potencial de internacionalização deveriam ser enquadradas em duas categorias: as *born globals* e os líderes nacionais que irão se expandir para outros territórios. Na sua visão, as estratégias de internacionalização para esses dois grupos poderiam ser distintas e tratadas de formas diferentes, uma vez que as empresas globais podem receber maior volume de recursos e se expandir de forma mais rápida. Enquanto isso, as empresas nacionais que buscariam posteriormente o mercado internacional, contariam com o benefício de ter coletado mais aprendizados sobre sua operação e o comportamento de seu consumidor para mitigar possíveis riscos no exterior. Ao mesmo tempo, as empresas domésticas com potencial de internacionalização também deveriam ter mais cautela ao desejarem iniciar a expansão internacional.

4.2. Descrição dos resultados – análise comparativa entre os casos

O objetivo desta seção é analisar de forma comparativa o relacionamento entre os investidores com todos os casos entrevistados, segmentando as conclusões por cada etapa do roteiro de entrevista.

Contribuições gerais do investidor

Ao analisar as respostas sobre as contribuições gerais do investidor, é importante salientar que quanto menor o investimento e, provavelmente, mais incipiente a empresa seja, menor é a participação minoritária que o investidor adquire. Essa condição está intimamente ligada aos limites de sua atuação e influência dentro da estrutura de governança das empresas.

Nos casos analisados é possível investigar um pequeno envolvimento dos investidores na maioria dos casos, principalmente naqueles onde os investidores eram minoritários. Apesar de esse fator ser um limitador, é importante dizer que conforme foi relatado no caso da F_services, ainda assim o investidor pode exercer uma maior influência e ser mais ativo, caso o empreendedor tenha menos experiência e necessite de maior suporte.

Também é possível refletir que não existe um padrão único de auxílio dos investidores, visto que, as formas de contribuição variam muito com o perfil de cada investidor e empreendedor.

Nos casos das empresas F_ecommerce e F_pay, as contribuições segundo os empreendedores foram bem pontuais e pouco relevantes, o que evidencia uma conclusão preliminar de que não necessariamente o investidor é peça fundamental para a internacionalização de empresas.

Assim, ao comparar as respostas é possível compreender que no caso da F_services e da F_IT, a experiência prévia em mercados internacionais ajudou os empreendedores ao longo da expansão internacional e este aspecto foi reconhecido e valorizado pelos entrevistados. No entanto, apesar de ter investidores internacionais e com larga experiência, a F_ecommerce não identificou esse aspecto como um fator diferenciado, provavelmente porque em relação às outras empresas entrevistadas era a única que possuía um empreendedor que já tinha experiência internacional como gestor.

Os empreendedores da F_services, F_ecommerce e F_IT valorizaram a abordagem prática de como os investidores poderiam contribuir. Já o VC1, provavelmente por ser investidor, focou em responder sobre outra perspectiva valorizando sua capacidade teórica e analítica ao ajudar. Talvez isso tenha acontecido por conta da diferença de percepção sobre o que mais pode ajudar ou por ter poucos casos de empresas do seu portfólio que já se internacionalizaram.

A possibilidade de o investidor encontrar outros fundos para coinvestir não foi lembrada de forma espontânea por nenhum empreendedor, somente pelos investidores.

Todos os investidores reforçaram a capacidade de análise do fundo em estudar a melhor hora e para onde ir, como um dos principais diferenciais. No entanto, esse papel acabou sendo visto como coadjuvante por eles ao mesmo tempo.

Ao que parece as empresas investidas pelos *venture capitalists* são ainda muito novas e às vezes tem ansiedade em ir para fora. Talvez por conta disso,

os investidores reforçaram que se sentem com a responsabilidade de exercer um papel mais questionador e de menos emoção ao querer expandir para o exterior. Isso indica que no espaço amostral desta pesquisa, existe uma maior probabilidade dos casos relatados se tratarem de empresas campeãs nacionais que buscaram competir em territórios internacionais do que empresas que já nasceram globais no Brasil e já se expandiram logo após terem sido fundadas.

Tabela 7 – Contribuições gerais do investidor

	De que forma o [fundo de investimento administrado pela sua empresa] contribuiu para a internacionalização da [nome da empresa]?
F_services	“Ajudou compartilhando melhores práticas de expansão internacional: advogado para abrir empresa, buscando parceiros em cada país e até mesmo <i>headhunter</i> . Investiu em grupos de empresas semelhantes, pois na época os investidores queriam criar uma holding latino-americana.”
F_ecommerce	“Investidores sempre foram a favor da internacionalização, mas sempre tiveram comportamento passivo. Interesse na expansão já existia antes, em alguns momentos investidores se mostraram até mais conservadores em relação aos fenômenos da internacionalização.”
F_IT	“Principal forma foi dar acesso a casos de empresas que passaram por situações similares, boas práticas. Apresentaram pares para compreender o planejamento para sair do Brasil.”
F_pay	“Ausente da gestão, não contribuiu efetivamente.”
VC1	“Provocar questionamentos para saber se a empresa está de fato pronta para a internacionalização (oferta de valor, análise de concorrentes e de acesso a capital). Análise específica da empresa e do mercado. Outra forma é atrair investidores estrangeiros para coinvestir. Mapear o que cada investidor ativo fora do Brasil gosta de investir. Fundo oferece respaldo para ter <i>punch</i> para contratar talentos.”
VC2	“Passa por calibragem se a empresa realmente deveria pensar no tema. Compartilha aprendizados de empresas que cresceram no Vale para fronteiras fora dos EUA. Preocupação de que uma empresa não deve começar expandindo geograficamente por opção a menos que ela tenha atingido patamar de sustentabilidade e excelência em processos. Fundo ajuda a evitar arapuca de querer se expandir cedo, facilitando acesso a redes de contato (globais e locais) e experiências prévias de negócios internacionais.”

Fonte: Elaboração própria

Impacto do aporte de recursos financeiros

Em nenhum dos casos analisados, houve um aporte feito especificamente para a internacionalização. Os investimentos nas empresas tiveram como objetivo primário contribuir com o crescimento da companhia, contudo, eventualmente a internacionalização acaba sendo um meio para alcançar esse resultado. No caso da F_IT, por exemplo, o segundo aporte que ajudou na

aquisição de um competidor, automaticamente também permitiu o avanço da expansão internacional em maior velocidade, visto que, a empresa adquirida tinha presença em outros países.

As quatro companhias entrevistadas concordaram que *venture capitalists* tendem a atrair mais investidores para participarem de novas rodadas de aporte. No entanto, esse não foi o caso de duas delas, pois a F_pay utilizando o próprio caixa para financiar sua expansão e a F_IT recebeu investimento de outro grupo que não tinha conexão com seu investidor inicial.

Usualmente o investidor ajuda a introduzir diretamente ou indiretamente novos investidores para realizar novos aportes. No entanto, é válido ressaltar que apenas quando os entrevistados foram perguntados de forma direta e explícita que destacaram o benefício de investidores de *venture capitalists* poderem apresentar outros investidores. A visão dos investidores foi mais enfática, visto que, tanto o VC1 quanto o VC2 deram ênfase sobre o seu papel de elo conector para auxiliar suas empresas a receberem financiamento adicional. Ambos os investidores ainda destacaram suas redes de internacionais de coinvestidores.

O número de rodadas de captação varia significativamente entre cada empresa. Os aportes que tiveram contribuição direta na viabilização da internacionalização em geral acontecem do series A em diante. Aportes maiores como o caso da F_IT e F_ecommerce permitiram a aquisição de concorrentes internacionais, o que contribuiu na aceleração da internacionalização destas empresas.

Apesar de alguns empreendedores terem afirmado que não existiriam um aporte que seja feito especificamente para internacionalização e sim que a expansão internacional serve como instrumento para o crescimento, o VC2 acredita que podem existir aportes em geral em rounds C ou D que tem como principal vetor financiar a expansão internacional.

Com exceção de uma empresa investida pelo VC1, nenhum dos outros casos entrevistados já nasceu global e, provavelmente por conta disso, o primeiro *round* serviu para primeiro que estas empresas pudessem dominar o território nacional.

Na visão do VC2, a maioria dos fundos de *venture capital* estima de forma exagerada sua capacidade em ajudar a levantar dinheiro no exterior por meio de contatos, pois nem sempre isso é verdade e acabam dependendo de terceiros. Em geral, fundos internacionais com atuação em diversas regiões podem usar esse fator de diferenciação com maior veracidade, que foi o caso da

F_ecommerce que recebeu aporte de investidores estrangeiros que ajudaram na ampliação de network para o recebimento de outras rodadas.

Tabela 8 - Impacto do aporte de recursos financeiros

	Em termos de aporte de recursos financeiros, o [fundo de investimento administrado pela sua empresa]:	
	a) O aporte de capital foi feito especificamente para a internacionalização? Se sim, qual round de aporte permitiu a internacionalização?	b) Ajudou na busca de recursos financeiros para a [nome da empresa]? Se sim, como?
F_services	“Não houve um aporte específico para a internacionalização. Aportes servem para criar valor na empresa. O investidor acreditava que internacionalizar era um dos caminhos de crescimento e também poderia ajudar nesse processo. Não tinha plano de negócios definido.”	Sim, no momento que ele é investidor ele ajuda a captar valor maior.
F_ecommerce	“Antes de comprar um concorrente internacional tive reunião com um dos futuros investidores que queria aportar capital, e ele deu um ‘empurrãozinho’ para acelerar a aquisição.”	Sim, indicação e negociação.
F_IT	“Não, foi feito especificamente para expansão no Brasil. Começou pelo México, oportunidade de negócio oferecida por um cliente brasileiro e depois aquisição de concorrente internacional que já tinha presença em outros países (Argentina, México, Colômbia, Venezuela).”	O segundo grupo de investidores não foi trazido pelos investidores antigos, apesar de ambos terem coinvestido em um momento posterior.
F_pay	“Não. Foi por meio do crescimento da empresa. O principal motivador foi a demanda de clientes.”	Não, não houve novo aporte. Empresa cresceu se autofinanciando.
VC1	“Não existe fórmula de bolo. Nasceu global. <i>Seed</i> e série A geralmente servem para dominar o Brasil.”	Sim, tem uma rede de 17 coinvestidores.
VC2	“Normalmente acontece mais no <i>round C</i> ou <i>D</i> . Também é comum aporte específico para a internacionalização em estágio de <i>early growth</i> (B ou C). Empresas buscam rodadas em torno de 10 milhões de dólares e buscam novos sócios para ajudar. Alguns fundos de private equity usam esse fator de capilaridade de rede de contatos como diferenciação.”	Sim, na apresentação de outros investidores.

Fonte: Elaboração própria

Impactos do suporte na gestão

Apenas dois casos (F_IT e F_services) das quatro empresas entrevistadas afirmaram ter se beneficiado da experiência internacional prévia que seus

venture capitalists tinham. E somente a F_services afirmou que seu investidor contribuiu com governança, apesar dos investidores entrevistados confirmarem que ajudam significativamente na governança de suas investidas.

Provavelmente por conta da participação societária minoritária, o impacto na governança foi pequeno na maioria dos casos. No caso da F_services que não contava com nenhuma estrutura de governança, segundo o empreendedor, o investidor ajudou a implementar boas práticas. O controle e monitoramento de métricas também acabaram sendo mais aproveitados pela F_services, provavelmente porque as outras empresas já havia essa cultura de controle internamente e, na época que o empreendedor estava liderando a operação ainda tinha pouca experiência como gestor.

Os aspectos relacionados à profissionalização e reestruturação dos processos não é unanimidade, mas provavelmente também tem a ver com experiência prévia dos gestores. Dessa forma, o potencial marginal de contribuição que o *venture capital* pode agregar também pode variar bastante. Curiosamente, as mesmas empresas que reconheceram a contribuição de seus investidores com governança também destacaram a ajuda dos mesmos na profissionalização e reestruturação de processos. Essa também é a opinião dos investidores entrevistados. O VC2 endossou esse ponto ao comentar que apesar do *venture capital* poder contribuir com esse tema, não necessariamente ajudar a profissionalizar os processos tem um papel direto e específico na internacionalização, mas sim na operação de uma forma mais ampla e abrangente.

O auxílio com políticas de atratividade de recursos humanos não foi unanimidade entre os empreendedores, apesar de ser um item bastante destacado na percepção dos investidores e amplamente documentado na revisão bibliográfica. O VC2 ilustrou o exemplo onde foi o responsável por identificar, recrutar e acalmar os gestores da sua companhia investida e seus outros investidores, ao encontrar um *country manager* local para gerenciar a operação internacional da empresa.

Provavelmente, é possível evidenciar dois fatores moderadores: “idade da companhia” e “experiência prévia dos gestores”, esses dois itens de certa forma estão relacionados e provavelmente indicam a necessidade de envolvimento dos investidores em certos assuntos de gestão dentro da companhia.

As visões entre os investidores também seguem uma versão teórica de que todas as formas possíveis de apoio são sempre contempladas, enquanto na visão dos empreendedores (principalmente F_pay, F_ecommerce e F_IT), nem

sempre esses fatores foram verdadeiros e estiveram presentes na realidade. Assim como o nível de experiência e de organização de processos internos antes de receber o investimento podem variar bastante de acordo com o perfil de cada empresa, o potencial de contribuição marginal também pode oscilar bastante.

Tabela 9 – Impactos do suporte na gestão

	Descreva se você julga que o [fundo de investimento administrado pela sua empresa] contribuiu ou não (e de que forma) para a internacionalização da [nome da empresa]:					
	F_services	F_ecommerce	F_IT	F_pay	VC1	VC2
a) Experiência do [fundo] com negócios ou indústrias similares que envolveram gestão de negócios internacionais e processos de internacionalização	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim
b) Governança corporativa	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim
c) Controle e Monitoramento (métricas e acompanhamento) do processo de internacionalização	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim
d) Profissionalização e reestruturação de processos (ex: planos de <i>stock options</i> , políticas, processos internos, reconfiguração de modelos de gestão etc.)	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim
e) Auxílio em políticas de recursos humanos (ex: avaliação e indicação de candidatos ou outras iniciativas)	Sim	Muito pouco	Não	Não	Sim	Sim

Fonte: Elaboração própria

Contribuição pelo acesso a *networks*

Os dois fundos de investimento entrevistados enfatizaram o grande esforço que é feito para que possam estabelecer contato com investidores internacionais e cultivar uma lista de *network* abrangente e de qualidade.

Esse é um item bastante comum no discurso entre os investidores, pois estes têm interesse na subsequente valorização de seu ativo para eventualmente obter uma saída ou evento de liquidez. No caso do VC1 existem dezessete potenciais coinvestidores mapeados para seus negócios, indicando a valorização dessa prática e o esforço prévio para promover a melhor sinergia possível com o negócio. No entanto, nem sempre os investidores ajudam a aproximar outros para investir em novas rodadas, visto que a F_services e F_ecommerce destacaram que receberam ajuda de seus investidores para a introdução de novos fundos que investiram em outros rounds, enquanto a F_IT e F_pay não observaram esse envolvimento.

Também não existe unanimidade na amostra estudada em relação ao tema atração de talentos. No entanto, de acordo com as entrevistas, usualmente esse suporte acontece mais de forma indireta por meio de indicações ou credibilidade, mas sem uma política ativa dos investidores de recrutar talentos para as empresas investidas. Em geral, é bastante dependente de especificidades do fundo e de sua própria rede de contatos, apesar dos dois investidores entrevistados afirmarem que ajuda com frequência suas empresas.

Tanto a F_pay quanto a F_IT afirmaram que não houve nenhuma contribuição significativa de seus investidores na atratividade de talentos. Contudo, a F_services destacou que seus investidores conheciam *headhunters* de grande reputação que, por sua vez contribuíram para encontrar novos talentos. Além disso, a F_ecommerce também sinalizou que a credibilidade de seus investidores ajudou a atrair talentos, o que comprova o argumento do VC1 sobre atratividade de pessoas.

O VC1 abordou de forma original e complementar em relação às descobertas na revisão bibliográfica sobre sua estratégia em atrair talentos para as suas empresas investidas. O entrevistado afirmou que as próprias características de seleção criteriosa e rigorosa para realizar um investimento e as formas de apoio naturalmente praticadas, por meio da estrutura de governança montada e aporte financeiro, já oferecem por si só um grande

incentivo para que a mão de obra qualificada possa se sentir atraída e queira trabalhar nas empresas de seu portfólio.

Enquanto isso o VC2 ilustrou sua capacidade, a partir das conexões internacionais em ter encontrado, atraído e recrutado um *country manager* local para liderar a operação internacional de uma das suas empresas.

Tabela 10 - Contribuição pelo acesso a networks

	a) Seu investidor te ajudou a atrair talentos? Se sim, de que forma?	b) Se investidor te ajudou a aproximar outros investidores para coinvestir na sua empresa?
F_services	“Sim, recomendando e procurando <i>headhunters</i> próximos.”	Sim
F_ecommerce	“Ativamente não, ter investidores dava credibilidade. Apoio sempre foi indireto.”	Sim
F_IT	Não	Não
F_pay	Não	Não
VC1	“Mostrando aos talentos que a empresa está capitalizada e que os investidores estarão perto do board. Além disso, pode sinalizar que o <i>management</i> tem qualidade e foi feito um rigoroso filtro para escolher essa empresa.”	Sim
VC2	“Sim, recrutando.”	Sim

Fonte: Elaboração própria

Contribuição por meio da reputação e credibilidade

Da mesma forma que a atração de talentos, a reputação e credibilidade dos investidores tendem a facilitar a formação de alguma aliança estratégica internacional ou processo de M&A, na maioria das vezes de forma indireta. Isso faz sentido, pois a aliança não será feita por conta do investidor que investe em um ativo qualquer, mas sim por méritos da própria companhia que passa a se tornar um alvo desejável para aliança. Os próprios investidores entrevistados admitiram que as empresas é que são responsáveis pela construção de sua própria credibilidade e que apenas de forma indireta e pontual, seus investidores podem ajudar de alguma forma.

Três empresas entrevistadas afirmaram que a credibilidade dos seus investidores ajudou de alguma forma para viabilizar o estabelecimento de alianças internacionais e adquirir outras empresas. Segundo a F_commerce, o fato de seu investidor ter também investido em um competidor internacional foi de extrema relevância para que a operação de aquisição fosse conduzida de

maneira bem sucedida. Entretanto, a F_pay não identificou nenhuma ajuda por parte de seu investidor neste aspecto e atribuiu a boa aceitação da companhia pelo público estrangeiro pela própria qualidade do produto e marca, dispensando o impacto do *branding* de seu investidor.

A reputação e credibilidade do investidor para legitimar presença no exterior e reduzir rejeição por não ser local, de fato, é um item percebido pelos empreendedores em alguns casos. Importante destacar que esse efeito tende a ser mais efetivo e perceptível em situações onde os clientes da empresa são B2B (*business to business*), visto que nesses casos há maior necessidade de relacionamentos de confiança. Já em modelos de negócio B2C (*business to consumer*) geralmente o público tem menor conhecimento sobre quem são os sócios das empresas.

Tabela 11 - Contribuição por meio da reputação e credibilidade

	a) A reputação ou credibilidade do seu investidor facilitou a formação de alguma aliança estratégica internacional ou algum processo de M&A?	b) A reputação ou credibilidade do seu investidor ajudou a legitimar sua presença no exterior e reduzir a rejeição por não ser local?
F_services	Sim	Não
F_ecommerce	"Sim, a empresa adquirida era investida por um investidor em comum."	Sim
F_IT	Sim	"Sim, principalmente com clientes B2B (<i>business to business</i>)."
F_pay	Não	"Não, credibilidade foi criada pela própria reputação de qualidade da empresa."
VC1	"Crédito é das empresas, mas tem papel relevante."	"Mérito maior é da empresa, mas o investidor pode ajudar de alguma forma."
VC2	Sim	"Não, <i>branding</i> do investidor não interfere tanto. Poder está concentrado na empresa."

Fonte: Elaboração própria

Contribuição com o desenvolvimento de uma cultura internacional

A influência na criação de uma cultura para crescer internacionalmente, embora tenha sido um dos itens com maior pontuação na revisão bibliográfica, curiosamente não foi destacada como determinante ou um fator decisivo entre os empreendedores, apenas entre os investidores.

Apesar dos investidores terem afirmado que contribuem com esse tipo de aspiração, todos os empreendedores entrevistados foram unânimes em afirmar

que já havia uma vontade interna de crescer internacionalmente e não havia a necessidade de um incentivo extra por parte dos investidores.

Outro item interessante é que nenhuma das empresas entrevistadas mencionou qualquer contribuição dos investidores em eliminar eventuais fricções geográficas entre diferentes culturas. Contudo, o VC2, talvez por ter uma origem norte-americana afirmou de forma enfática que sua habilidade em lidar com diferentes culturas era um de seus principais diferenciais. O VC1, que é um fundo de investimento brasileiro quando perguntado sobre esse aspecto destacou que suas conexões internacionais com outros fundos é que seria um diferencial, pois estes poderiam ajudar as investidas com os desafios de choques de cultura.

Uma possível reflexão sobre esse assunto é que no Brasil, grande parte das empresas já não tem pretensões de sair do país, pois os empreendedores não sentem a necessidade de pensar globalmente visto que o território nacional já é extenso demais para ser conquistado. Outra hipótese que justificaria o fato de poucas empresas brasileiras se internacionalizarem seria a de que os empreendedores não estão acostumados a isso, devido a própria falta de exemplos, experiência e conhecimento sobre como se expandir para fora.

As empresas de maior crescimento que mais se destacam e que são investidas por *venture capitalists*, em geral, são exceção, pois pensam e executam de maneira diferente da maioria. Por conta disso, elas acabam atraindo o interesse do investidor que já enxerga os gestores como diferenciados e acima da média. Talvez, por conta disso, o fundo não precise influenciar na aspiração de uma cultura internacional, pois esta aspiração já seria intrínseca à dos empreendedores que passaram por essa peneira de seleção.

Tabela 12 - Contribuição com o desenvolvimento de uma cultura internacional

	a) Seu investidor influenciou a criar aspirações de crescer e ter uma cultura internacional?	b) (caso seu investidor seja internacional), seu investidor ajudou a eliminar fricções geográficas, barreiras culturais ou algum tipo de distanciamento institucional?
F_services	Empresa já possuía cultura antes dos investidores	Não se aplica
F_ecommerce	Não	Não
F_IT	Sim, como coadjuvante.	Não
F_pay	Não	Não se aplica
VC1	Sim	Não se aplica
VC2	Sim	Sim

Fonte: Elaboração própria

Impacto sobre os resultados da internacionalização (espontaneamente indicado)

Quando os entrevistados foram perguntados de forma espontânea se haveria algum resultado do processo de internacionalização atingido que poderia ser atribuído de forma direta a alguma ação do investidor, a resposta coletada foi uma das mais emblemáticas desta pesquisa.

Nenhuma das empresas entrevistadas citou ou se lembrou de qualquer envolvimento de seu investidor que tenha gerado impactos diretos na internacionalização. Essa constatação fica mais evidente e surpreendente porque os próprios investidores entrevistados afirmaram ter tido um papel apenas indireto na internacionalização, atribuindo o mérito aos empreendedores das próprias companhias.

O roteiro de entrevistas também tinha como objetivo identificar em quais etapas do processo de internacionalização que o investidor esteve presente. Sobre o momento da tomada de decisão que a empresa iria se internacionalizar, a maioria dos entrevistados respondeu que o investidor teve um papel coadjuvante, incluindo o VC1 e VC2 que afirmaram isso. As únicas exceções são da F_pay que negou qualquer participação do investidor e a F_IT que afirmou que seu investidor teve papel protagonista, o que provavelmente se explica pelo fato deste ter adquirido o controle da F_IT ainda no início do processo de expansão internacional.

Na participação sobre como e para onde a empresa iria se internacionalizar, as respostas são as mesmas da pergunta anterior. Neste caso, a única diferença é que o VC1 afirmou ter sido protagonista nessas situações com suas empresas investidas.

Quando perguntados sobre a participação do investidor durante o processo de entrada em um país, o resultado foi bastante acirrado. A F_IT e o VC1 mantiveram seu reconhecimento que os investidores tiveram papel protagonista. Já a F_services e o VC2 disseram que foi exercida uma função de coadjuvante, enquanto a F_pay e o F_ecommerce afirmaram que seu investidor não participou deste processo.

É possível analisar que após a entrada no exterior e o estabelecimento das operações internacionais, a influência do investidor parece diminuir em relação ao início do processo. Três empresas entrevistadas não identificaram nenhuma participação de seus investidores nessa etapa de internacionalização, apenas a

F_IT teria afirmado que seu investidor também teve papel protagonista nessa etapa. Já os VC1 e o VC2 reconheceram que nesse momento exerceram um papel coadjuvante.

Essa situação é refletida pela estratégia de investimento do VC2 que afirma que pelo fato de ser sempre minoritário e investir no estágio inicial das empresas, na maioria das vezes acaba não conseguindo ser protagonista de nenhum desses momentos. Mesmo sabendo disso, tem como objetivo nunca ser ausente e participar ativamente das tomadas de decisão, ainda que com poucos assentos no conselho de administração. Segundo o gestor do VC2, ele acredita ter responsabilidade em contribuir com *inputs* para as tomadas de decisão e sua experiência, mesmo tendo sua atuação restringida pelos níveis de governança da companhia.

Tabela 13 - Impacto sobre os resultados da internacionalização

(espontaneamente indicado)

Em quais etapas do processo de internacionalização, seu investidor esteve presente (opções possíveis):						
	F_services	F_ecommerce	F_IT	F_pay	VC1	VC2
Quais os resultados do processo de internacionalização atingidos pela [nome da empresa] que você julga que podem ser atribuídos à ação do [fundo de investimento administrado pela sua empresa]?	Nada	Nada	Nada	Nada	Contribuição indireta	Contribuição indireta
a) Participação na tomada de decisão que a empresa iria se internacionalizar	Talvez	Talvez	Sim	Não	Talvez	Talvez
b) Participação na tomada de decisão sobre como e para onde a empresa iria se internacionalizar	Talvez	Talvez	Sim	Não	Sim	Talvez
c) Participação durante o processo de internacionalização e entrada em um país	Talvez	Não	Sim	Não	Sim	Talvez
d) Participação após a entrada e estabelecimento da operação estrangeira	Não	Não	Sim	Não	Talvez	Talvez

Fonte: Elaboração própria

Impactos nos resultados da internacionalização (indicados após perguntas estimuladas)

Após as perguntas espontâneas sobre os impactos nos resultados da internacionalização, buscou-se mapear os potenciais impactos vistos na revisão de literatura e estimular as respostas dos entrevistados para identificar se na visão deles houve algum suporte dado pelo investidor.

Sob o ponto de vista de ajuda com melhorias de eficiência operacional, apenas a F_IT enxergou uma influência direta de seu investidor para alcançar esse resultado. A F_services afirmou que talvez tenha havido influência direta e a F_ecommerce e a F_Pay disseram não haver nenhuma relação. Por sua vez, os dois investidores afirmaram que contribuiriam diretamente com este aspecto nas suas empresas de portfólio.

A contribuição direta e efetiva do investidor para o aumento do *valuation* da companhia foi praticamente unânime, tanto entre os empreendedores quanto os investidores entrevistados. A exceção ficou por conta da F_pay que alegou que como o aporte recebido aconteceu ainda em um momento muito inicial da operação e antes da internacionalização, o investidor não teria contribuído de forma significativa. É interessante observar que assim como já fora destacado na revisão bibliográfica, por ser uma contribuição tangível, o aporte de capital direto impacta na maioria dos casos em uma melhor avaliação financeira da empresa, valorizando as ações de todos os sócios envolvidos.

Sob o ponto de vista de melhoria de rentabilidade, a F_IT e os dois *venture capitalists* entrevistados enxergaram relação direta com a contribuição do investidor. Já a F_services alegou que esse apoio foi tímido e haveria apenas uma relação indireta. Enquanto a F_ecommerce e a F_pay disseram que não houve qualquer contribuição de seus investidores nesse aspecto.

Assim como a melhoria de rentabilidade, o assunto sucesso em processos de *M&A* teve exatamente as mesmas respostas dos respectivos empreendedores e investidores. O fato curioso é que a F_pay destacou que apesar de não ter sido em um momento de internacionalização, seu investidor praticamente atrapalhou a venda da companhia por ter se intrometido nas negociações, após os termos já terem sido negociados entre a F_pay e seu comprador. No entanto, essa situação teria sido posteriormente contornada pelos investidores e não trouxe maiores danos ao acordo que já havia sido costurado.

Os aspectos relativos às ajudas dos investidores que teriam impactado no aumento do faturamento, da presença internacional e da precocidade da internacionalização tiveram respostas idênticas. Nesses casos, a F_IT e o VC1 afirmaram existir uma contribuição direta do investidor. Já a F_services e o VC2 disseram que a relação é indireta e as empresas F_pay e F_ecommerce discordaram que poderia haver alguma contribuição dos investidores em suas histórias.

Quando perguntados sobre o auxílio oferecido para impactar na velocidade da internacionalização, isto é, com que este processo tivesse acontecido de uma forma mais acelerada, a F_IT, VC1 e VC2 enxergaram relação direta dos investidores. Entretanto as outras três companhias entrevistadas disseram que não observaram qualquer contribuição tangível de seus investidores nesse aspecto.

Quando perguntados se o investidor teve algum papel na ajuda para aumentar o número de empregos gerados pelas companhias, apenas o VC1 enxergou uma relação direta. O VC2 e a F_IT disseram que até pode haver um impacto indireto, mas somente em alguns casos. As outras companhias não destacaram nem o impacto indireto e alegaram não ter havido qualquer relação de seus investidores.

Assim, é interessante observar a visão distinta das empresas com o papel seus respectivos investidores. Por um lado, as empresas diminuíram a importância relativa do investidor no processo de internacionalização, enquanto os investidores valorizaram ao máximo seu papel em praticamente todas as opções possíveis do questionário.

É relevante afirmar que com exceção da F_pay, o item que recebeu maior destaque com potencial de impacto da ação do investidor foi o aumento do *valuation* da companhia. Além disso, outros itens como melhoria de rentabilidade, eficiência operacional, sucesso em processos de M&A, influência no aumento do faturamento e presença internacional também foram destacados na maioria dos casos, atribuindo participação direta ou indireta dos respectivos investidores em cada processo.

Ambos os investidores acreditam que a velocidade da internacionalização, provavelmente influenciada por conta do volume de recursos aportados foi diretamente impactada por eles ao facilitar com que mais atividades pudessem ser realizadas em um ritmo mais intenso. No entanto, apenas uma das quatro empresas concordou com isso ao analisar suas respectivas histórias.

Tabela 14 - Impactos nos resultados da internacionalização

(indicados após perguntas estimuladas)

Por favor, (sendo 0 – <u>não</u> tem nenhuma relação, 1 – <u>talvez</u> seja verdade, 2 – <u>sim</u> , consigo enxergar relação direta) diga se você julga que as ações do [fundo de investimento administrado pela sua empresa] podem ter contribuído para que a [nome da empresa] atingisse suas metas ou melhorasse seus resultados em termos de:						
	F_services	F_ecommerce	F_IT	F_pay	VC1	VC2
Eficiência operacional	Talvez	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Valor de mercado da empresa	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Rentabilidade	Talvez	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Sucesso em processo de M&A (fusões e aquisições)	Talvez	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Faturamento / Vendas / Escala de operações	Talvez	Não	Sim	Não	Sim	Talvez
Aumento da presença internacional (ex: número de países, vendas no exterior etc.)	Talvez	Não	Sim	Não	Sim	Talvez
Precocidade (isto é, data de início) da internacionalização	Talvez	Não	Sim	Não	Sim	Talvez
Velocidade da internacionalização	Não	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Número de empregos	Não	Não	Talvez	Não	Sim	Talvez

Fonte: Elaboração própria

Impactos negativos no processo de internacionalização

Quando perguntados explicitamente se os investidores teriam, de alguma forma, prejudicado ou dificultado o processo de internacionalização as respostas foram unânimes entre os entrevistados. Em nenhum dos casos, o investidor teria sido um empecilho ou um agente que dificultou o processo de internacionalização de sua respectiva investida.

O depoimento da F_ecommerce é relevante nesse sentido, pois o empreendedor revelou que seus investidores até tinham ressalvas se a empresa deveria se internacionalizar no momento que os empreendedores tomaram a decisão. Apesar disso, não colocaram nenhum obstáculo para o processo e deram um voto de confiança aos gestores da companhia.

Também pode ser reforçado que o desgaste havido entre a F_pay e seus investidores quando os empreendedores decidiram vender a companhia, não refletiu em nenhum impacto negativo ou positivo na sua expansão internacional.

Tabela 15 - Impactos negativos no processo de internacionalização

Você julga que a presença do [fundo de investimento administrado pela sua empresa] pode ter, de alguma forma, prejudicado ou dificultado o processo de internacionalização da [nome da empresa]? Se sim, como?					
F_services	F_ecommerce	F_IT	F_pay	VC1	VC2
Não	Não	Não	Não	Não	Não

Fonte: Elaboração própria

Fatores moderadores nas ações dos investidores

Os entrevistados quando questionados se poderiam existir fatores moderadores que regulariam o impacto de um investidor ao longo da internacionalização de uma empresa, as respostas na sua maioria concordaram com os argumentos e publicações científicas ressaltadas na revisão de literatura.

Todos os entrevistados concordam que a nacionalidade do investidor, a idade da companhia, a indústria que a empresa atua e o conhecimento acumulado dos investidores são variáveis moderadoras que podem influenciar positiva ou negativamente o auxílio prestado pelo investidor ao longo da internacionalização, reforçando a alta aderência com a revisão bibliográfica.

Outra observação interessante é que na visão da F_services, o tamanho da empresa tem papel de destaque, pois na visão do empreendedor quanto menor a empresa, maiores seriam as possibilidades de mudança da companhia e de influência do investidor. Segundo o entrevistado, apesar de uma grande empresa também poder ser influenciada pelos seus investidores, as velocidades de reação seriam um pouco mais lentas. No caso da própria F_services, essa variável acabou tendo um impacto positivo pois como a empresa ainda tinha um pequeno porte conseguiu absorver mais influências positivas de seu investidor, validando os argumentos de Fernhaber e McDougall-Covin (2009)

No caso do F_ecommerce, o ambiente institucional não foi visto como elemento suficientemente relevante para moderar os possíveis impactos de um investidor na operação da companhia ao longo de sua expansão internacional, contrariando a visão de Espenlaub, Khurshed e Mohamed (2014). É interessante esse depoimento, pois a empresa operou em países da América Latina em

momentos que os ambientes institucionais desses países eram mais conturbados e instáveis que o brasileiro.

Tabela 16 – Fatores moderadores nas ações dos investidores

Você julga que o impacto (positivo ou negativo) de um venture capitalist pode ser maior ou menor a depender de cada uma das seguintes circunstâncias?						
	F_services	F_ecommerce	F_IT	F_pay	VC1	VC2
Nacionalidade do VC	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ambiente institucional (liquidez do mercado de capitais local, volume de fundos de VC e private equity, PIB per capita)	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Idade da companhia	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tamanho da companhia	Não, pequena pode mudar mais que grande	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria que a empresa atua	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Distância psíquica entre o investidor e a empresa	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Conhecimento acumulado (experiência internacional dos gestores)	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: Elaboração própria

Possíveis diferenças caso a empresa tivesse um investidor diferente

No momento em que os entrevistados foram perguntados se eles acreditavam se algum fator poderia ter sido diferente nos seus casos de internacionalização, caso as empresas que foram para o exterior contassem com outros investidores as respostas variaram significativamente.

A única empresa que disse que nada diferente teria acontecido foi a F_pay, uma vez que na visão do entrevistado, os gestores da companhia tiveram um papel tão proeminente na internacionalização da empresa a partir das oportunidades que surgiram que dificilmente outro investidor teria espaço ou capacidade de contribuir com algo diferente.

A F_ecommerce também concordou que apesar de seus investidores terem tido um papel neutro na sua internacionalização, sem atrapalhar ou ajudar muito, o empreendedor admitiu que outros investidores mais conservadores poderiam ter freado ou questionado a decisão de internacionalizar, o que retardaria e dificultaria o processo. Esse depoimento reforça que a internacionalização era uma vontade clara exclusivamente dos empreendedores.

Adicionalmente, o empreendedor da F_commerce alegou que mesmo que tivesse tido outros investidores não acredita que teria sido possível internacionalizar com mais capital, velocidade e energia.

Já no caso da F_IT, o empreendedor afirmou que caso tivesse outro investidor ao longo do seu histórico de internacionalização disse que o acesso a exemplos que o inspiraram e nortearam suas tomadas de decisão teria sido mais escasso. Sendo assim, a empresa poderia ter enfrentado maiores dificuldades caso contasse com outros investidores por ter maior restrição ao acesso a conhecimento e de redes de relacionamento.

Segundo o depoimento do empreendedor da F_services, os investidores tiveram um papel essencial em sua formação e na história da empresa. O entrevistado afirmou que sua vida como gestor teria mudado após ter conhecido seus investidores. As principais contribuições estavam relacionadas com o seu crescimento como líder e aprendizados sobre métodos de gestão e desenvolvimento de negócios. Assim, é possível salientar que os investidores tiveram um papel relevante não só no que concerne ao sucesso da empresa, como também na formação dos gestores que foram treinados e capacitados para suportar o crescimento da companhia. O empreendedor alegou que caso tivesse outros investidores, provavelmente, sua trajetória de internacionalização teria sido mais dolorosa e lenta.

Já o VC1 ao ser perguntado sobre o que teria acontecido na internacionalização de suas empresas investidas, caso elas tivessem outros sócios investidores, o entrevistado foi enfático na resposta. Na sua visão, eles poderiam ter subestimado a importância de contratar mão de obra local nos países em que elas estavam se expandindo, o que poderia ter dificultado o estabelecimento e crescimento das operações. Além disso, ressaltou que elas poderiam ter mais dificuldade para se internacionalizar caso não tivessem tido acesso às análises prévias feitas pelo VC1 em relação a proposta de valor competitiva em outros mercados, monitorando os concorrentes e as dinâmicas de negócio existentes nos mercados estrangeiros.

O VC2 também conseguiu tangibilizar sua resposta afirmando que provavelmente as empresas de sua carteira teriam se internacionalizado antes do ideal e poderiam ter iniciado suas atividades no exterior em mercados subótimos, que não aproveitariam o potencial máximo possível caso tivesse expandido para os lugares que o VC2 havia recomendado.

O VC2 enfatizou sua capacidade analítica com exemplos práticos, pois este obstruiu o avanço de internacionalização de uma empresa que estava

abrindo escritório em Singapura e estava negociando contratos na Rússia, pois identificou uma oportunidade alternativa de entrada de em outros países, a partir de um “cliente *sponsor*” que abriria portas em diferentes países. O investidor ainda ajudou a trazer esse cliente para a empresa. Mas como esse *player* estava concentrado na América Latina (México e Argentina), o VC2 optou por contrariar o plano inicial de expansão para Singapura e Rússia. Na visão do investidor, essa orientação permitiu com que a empresa pudesse alcançar maior solidez e estabilidade na sua operação internacional, podendo inclusive, deixar de se posicionar em mercados onde seu produto ainda necessitaria de grandes adaptações a questões culturais e regulatórias.

Essas respostas evidenciam que não é qualquer investidor que pode fazer a diferença para uma empresa durante o momento de internacionalização. A capacidade de agregar valor ao negócio pode variar bastante entre os investidores. Além disso, dependendo do nível de preparo e das necessidades do empreendedor, o investidor pode ter relevância maior ou menor para o sucesso da expansão internacional.

Tabela 17 - Possíveis diferenças se a empresa tivesse um investidor diferente

O que você julga que poderia ter sido diferente na internacionalização da [nome da empresa] se ela não tivesse contado com o [fundo de investimento administrado pela sua empresa]?					
F_services	F_ecommerce	F_IT	F_pay	VC1	VC2
Minha vida mudou com a gestão desses investidores. Cresci como líder, além dos aprendizados em gestão e desenvolvimento de negócios.	“Eles não influenciaram muita coisa, não ajudaram nem atrapalharam. Se fossem outros, ninguém teria feito internacionalizar mais rápido ou com mais energia e capital. Vários outros investidores poderiam ter freado ou questionado a decisão de internacionalização.”	“Acesso a exemplos e investidor ajudou a dar acesso a conhecimentos, além de outros empresários.”	“Nada”	“Não subestimar ter mão de obra local. Poderia não ter sido realizada análise prévia de proposta de valor competitiva em outro mercado, olhando players e dinâmica do mercado local.”	“Com certeza, empresas investidas teriam se expandido antes do ideal e tentariam se posicionar em mercados subótimos.”

Fonte: Elaboração própria

5 Conclusões

Este trabalho se propôs a analisar de que forma investidores de capital de risco poderiam afetar o processo de internacionalização de pequenas e médias empresas e quais seriam os principais impactos percebidos ao longo da expansão internacional. Muitas vezes, os gestores destas companhias carecem de recursos tanto financeiros quanto intelectuais e, por conta disso, recorrem ao auxílio de fundos de *venture capital*.

Para aprofundar a análise pretendida, por conta do estudo de Fernhaber e McDougall-Covin (2009) que apontou resultados distintos na literatura sobre a capacidade de influência dos investidores na internacionalização de empresas, foram observadas diferentes perspectivas teóricas para avaliar se haveria ou não algum impacto dos investidores. Dentre os diferentes autores estudados, a pesquisa de Lutz e George (2012) serviu de grande inspiração para aprofundar a análise por ter apontado que os recursos financeiros e não financeiros aportados por *venture capitalists* eram fatores de grande importância para o sucesso da internacionalização de pequenas e médias empresas.

Para investigar o referencial teórico foram levantados cinco possíveis variáveis que o investidor poderia aportar: capital direto, suporte na gestão, reputação e credibilidade, acesso a *network* e cultura. Além de uma pesquisa detalhada sobre os principais argumentos teóricos de cada um desses itens e seus respectivos impactos na operação, também foi investigada na bibliografia a existência de fatores moderadores que poderiam afetar positiva ou negativamente a ação dos investidores ao longo de um processo de internacionalização. Após essa varredura de diferentes perspectivas e estudos presentes na literatura foi elaborado um *framework* teórico para resumir e ilustrar como investidores de capital de risco podem contribuir na internacionalização de *startups*.

Na sequência deste levantamento de informações para atingir os objetivos pretendidos foi realizada uma análise qualitativa a partir de seis entrevistas feitas com roteiro pré-estruturado junto a empreendedores e investidores que vivenciaram diferentes casos de internacionalização de pequenas e médias empresas digitais brasileiras. Dessa forma, a análise dos dados além de ter tido

o intuito de validar a coleta dos dados primários e do *framework* teórico também permitiria contrastar a realidade de empresas de tecnologia no Brasil que se internacionalizaram com a visão teórica levantada na bibliografia focada em outras regiões do mundo, para identificar semelhanças e diferenças.

A investigação apontou que a presença de *venture capitalists* aparentemente não teve impacto determinante, seja positiva ou negativamente, no processo de internacionalização de duas das empresas investidas e dos dois investidores entrevistados. Contudo, outras duas companhias entrevistadas alegaram que a experiência internacional de seus investidores as ajudou no processo de expansão internacional. Uma delas disse, inclusive, que seus investidores foram fundamentais para apresentar *role models* para o processo de internacionalização, que os ajudaram a tornar seu caso bem sucedido.

Como os *venture capitalists* possuem geralmente uma participação minoritária nas empresas de seu portfólio, sua influência fica bastante vulnerável em relação à estrutura de governança pré-estabelecida junto de cada empresa. Segundo as quatro empresas entrevistadas, os investidores tiveram um papel de coadjuvante ao contribuir com conhecimento e recursos necessários para uma internacionalização bem sucedida.

Os investidores de capital de risco tendem a acreditar que são capazes de ajudar de forma efetiva na maior parte dos pontos investigados nesta pesquisa. Entretanto, diante das companhias entrevistadas o nível de contribuição de um *venture capitalist* pode variar bastante, não havendo necessariamente uma fórmula ideal para o relacionamento entre as partes.

Uma análise profunda por dentro dos casos analisados permite conclusões interessantes sobre os diferentes impactos possíveis gerados por investidores. Foi possível observar que alguns resultados encontrados são consistentes com grande parte da literatura. Tanto as evidências empíricas preliminares quanto a literatura parecem estar de acordo por não mencionar impactos negativos de *venture capitalists* na internacionalização de empresas.

A F_pay não enxergou nenhuma contribuição de seu investidor em nenhum momento de sua internacionalização. A F_commerce afirmou que seu investidor o ajudou de diferentes formas (por exemplo, na credibilidade para atrair talentos e ajudando a encontrar um alvo para aquisição no exterior que aceleraria a expansão internacional). Contudo, a internacionalização da F_commerce teria sido motivada pelos próprios empreendedores, enquanto os investidores tinham uma visão mais conservadora, acreditando que a empresa poderia estar sendo afobada em se internacionalizar. Apesar de esta postura

parecer surpreendente, ela valida uma evidência destacada por Carpenter, Pollock, Leary (2003), onde empresas de tecnologia que poderiam abrir o capital tinham menor probabilidade de ter obter uma força de vendas globais com grande extensão, quando estas companhias eram investidas por *venture capitalists*.

Da mesma forma, a F_services concordou que seu investidor na maior parte dos itens abordados na entrevista. A F_IT também salientou que seu sócio capitalista o ajudou em diferentes aspectos, como a experiência prévia com internacionalização e credibilidade com potenciais clientes. Esta experiência internacional que oferece credibilidade está em acordo com o estudo de Carpenter, Pollock, Leary (2003), que aponta a experiência prévia acumulada como um dos principais fatores que impactam positivamente a vida dos gestores da companhia.

Pelo que foi observado, salvo exceções o impacto de um investidor na atração de talentos é geralmente indireto, acontecendo mais por conta da credibilidade existente pelo próprio investidor ter investido e estar inserido na governança da companhia, do que por alguma participação ativa dos investidores na atração e busca de talentos. Nem todos os *venture capitalists* parecem ter a mesma capacidade e redes de relacionamento estabelecidas para atrair outros investidores. De acordo com a perspectiva analisada nas entrevistas com os empreendedores, talvez o VC1 que tem uma rede ativa de dezessete investidores e o VC2 que possui uma rede internacional em diferentes países, façam parte de uma minoria de *venture capitalists* que atuam no Brasil e conseguem contribuir de maneira efetiva neste aspecto.

Em relação à capacidade de influenciar a cultura da companhia de ser global, é possível que o resultado observado tenha diferentes vieses. Por ser um território extenso e com grande mercado doméstico, o sucesso de crescimento no Brasil poderia naturalmente instigar as empresas que elas poderiam obter êxito em outros países. Ao mesmo tempo, o mercado doméstico ativo poderia diminuir a necessidade de crescimento internacional. Dessa forma, de fato pode haver espaço para que investidores plantem a semente na mente dos empreendedores sobre crescer internacionalmente.

No entanto, é possível enxergar algumas discordâncias entre os resultados encontrados e os argumentos da literatura. Os casos investigados nesta pesquisa não corroboram com esta expectativa teórica de Sun e Liang (2014), visto que, segundo as empresas entrevistadas nenhuma delas precisou de uma motivação externa para querer se internacionalizar.

É provável que na indústria de tecnologia, que em tese atende necessidades relativamente semelhantes aos clientes em diferentes países, se torna mais natural a percepção entre os empreendedores de que a expansão internacional é uma oportunidade a ser considerada. Possivelmente, este argumento explica os exemplos das quatro empresas entrevistadas.

Nenhum dos casos analisados nesta pesquisa está de acordo com a visão de Sun e Liang (2014) e Lutz e George (2012), no que diz respeito à ênfase dada na contribuição de investidores de capital de risco no fomento de aspirações crescimento, incluindo a expansão além das fronteiras.

É válido notar que enquanto uma das empresas afirmou que seu investidor contribuiu com todos os cinco benefícios esperados levantados nesta pesquisa, duas companhias disseram não ter observado contribuição em nenhum destes aspectos.

Possivelmente, diferentes aspectos afetam o impacto da participação de *venture capitalists* na governança de *startups* como: o volume de capital aportado e a intensidade de monitoramento (SMOLARSKI, KUT, 2009), a experiência internacional dos principais gestores (FERNHABER, MCDUGALL-COVIN, SHEPHERD, 2009), a formação dos executivos, histórico profissional e redes de relacionamento (TIMMONS, BYGRAVE, 1986), a nacionalidade (doméstica e *cross-border*) do investidor (ESPENLAUB, KHURSHED, MOHAMED, 2014) ou o tamanho e idade da companhia (AUTIO *et al*, 2000; ESPENLAUB, KHURSHED, MOHAMED, 2014). Contudo, essas variáveis precisam ser investigadas com maior profundidade em outras pesquisas.

Como existem diferentes perfis de investidores e empreendedores, nem sempre haverá um entrosamento perfeito entre as duas partes. Isso dificulta com que estes possam aproveitar o que há de melhor em cada um, fazendo com que eventualmente o relacionamento possa ser subótimo em alguns casos.

Uma das percepções deste estudo, que pode trazer contribuições para a literatura, é que empresas e fundos de *venture capital* não estão extraindo necessariamente o máximo de proveito da relação entre si, desperdiçando potenciais sinergias que poderiam ser usufruídas. Algumas dessas faltas de sinergia podem ser exemplificadas como: (i) suporte na gestão, onde três empresas alegaram ter observado pouco impacto dos investidores ao longo de seus respectivos movimentos de internacionalização contrariando a visão dos *venture capitalists* entrevistados e da F_services que foi a única que enxergou apoio na gestão como fator de destaque; (ii) ajuda no desenvolvimento de uma cultura internacional também não foi um item ressaltado pelos empreendedores

como fundamental, visto que os discursos das empresas entrevistadas são opostos aos dos investidores entrevistados e da literatura.

As conclusões deste estudo parecem estar em desacordo com grande parte da literatura, que por sua vez sugere que investidores de capital de risco tendem a ter um papel bastante relevante na internacionalização de empresas, ao contrário do que se verificou no resultado das entrevistas.

Entretanto, é válido inferir que os resultados encontrados estão em comum acordo com George, Wiklund e Zahra (2005), visto que apesar de ambos teorizarem sobre as associações positivas entre *venture capital* e internacionalização, nenhum dos dois estudos encontrou evidências suficientemente relevantes para suportar todos os efeitos positivos previstos na literatura. Na visão de George, Wiklund e Zahra (2005), talvez isso se explique porque alguns investidores podem acreditar que os riscos potenciais associados com o escopo da internacionalização e operação em um país estrangeiro podem neutralizar as oportunidades percebidas, principalmente, quando implica em despesas de capital consideráveis, elevados investimentos na capacitação e construção de múltiplos canais de distribuição.

É importante fazer a ressalva que foram investigados apenas casos de envolvimento de *venture capital*, que usualmente estão presentes em pequenas e médias empresas no início de suas vidas e possuem uma posição societária minoritária. Com exceção de um caso (F_IT), a amostra utilizada está restringida a empresas que contavam com a participação minoritária de seus investidores no quadro societário da companhia. Por natureza, esta situação pode trazer fatores limitadores aos limites de escopo e influência que os investidores dos casos analisados poderiam exercer ao longo da expansão internacional das companhias. Sendo assim, as conclusões discutidas nesse método não necessariamente servem como argumento de generalização para concluir sobre o papel dos investidores ao longo da internacionalização de uma companhia.

Não foram analisados casos de *private equity*, posto que estes investidores, além de adquirirem uma parcela maior de *equity* das companhias, usualmente investem em empresas mais maduras, de maior porte e que com grande potencial em realizar uma oferta pública de ações no curto ou médio prazo. Uma outra razão para que não fossem investigados exemplos de *private equity*, se deve à escassez de exemplos no Brasil de companhias brasileiras que se internacionalizaram após terem recebido aporte de investidores de *private equity*. No entanto, seria interessante observar estudos futuros que analisassem o impacto de fundos de *private equity* para validar ou não os argumentos de Sun

e Liang (2014), já que segundo os autores, o *private equity*, além de contribuir com a construção de uma mentalidade global dentro da companhia e melhorar a competitividade da companhia, também intensifica a aceleração da internacionalização.

As evidências qualitativas apontam a dificuldade em encontrar relações universais dos efeitos da participação de investidores sobre o processo de internacionalização e os respectivos resultados das empresas de seu portfólio. É possível que exista algum viés de seleção na análise de empresas para serem investidas, pois eventualmente, os investidores podem considerar que algumas companhias têm a possibilidade de crescer independentemente do próprio *venture capitalist*, pelo fato desta já reunir outros fatores que permitirão o crescimento e por conta disso optam por investir preferencialmente nesse perfil de empresa. Em outras palavras, os investidores podem preferir investir em empresas que já têm maior potencial de crescimento.

Além disso, segundo o relato dos entrevistados, alguns fatores considerados na bibliografia como variáveis moderadoras, tais como idade, tamanho da empresa e conhecimento acumulado dos empreendedores, talvez possam exercer efeito direto no processo de internacionalização e nos seus resultados, e não necessariamente são variáveis moderadoras.

Por conta disso, é aconselhável o surgimento de novos estudos quantitativos para observar como os critérios de seleção de investimento utilizados por investidores podem servir como fatores de mitigação das variáveis moderadoras. Além disso, estudos longitudinais, que tem a finalidade de capturar impactos de longo prazo, como sugerido por Paglia e Harjoto (2014), seriam bem-vindos para investigar mais profundamente este tema.

Do ponto de vista gerencial, esse estudo pode ser útil tanto para *startups* quanto para *venture capitalists*, visto que, este destaca os principais aspectos que investidores podem alavancar o crescimento bem sucedido das empresas de seu portfólio, com uma análise mais focada em processos de internacionalização.

A originalidade deste estudo reside na comparação e contraste de perspectivas dos dois principais atores, as próprias startups e os investidores. Adicionalmente, a pesquisa também contribui no levantamento de dados destes *stakeholders* em um mercado emergente como o Brasil, denunciando as dificuldades das pequenas e médias empresas se internacionalizarem com sucesso, visto que além da escassez de capital, as poucas empresas que ainda conseguem recursos financeiros podem estar carentes de outros recursos

intangíveis como experiências, contatos e aprendizados que poderiam ser fornecidos com maior qualidade por seus investidores para facilitar a expansão internacional. Dos países emergentes, a China é que tem ganho maior foco das pesquisas acadêmicas, além disso, casos nos Estados Unidos e Europa também são investigados com maior frequência.

Como o *venture capital* é uma fonte de recursos fundamental para diferentes pequenas e médias empresas, o impacto destes investidores no crescimento bem sucedido das companhias e, principalmente, ao longo da internacionalização deveria atrair ainda mais atenção no futuro.

Sugestões e recomendações para novas pesquisas

Como desdobramentos futuros, essa linha de pesquisa pode ser estendida através de investigações sobre diferentes perspectivas. Seria interessante observar uma análise quantitativa sobre todos os casos de empresas brasileiras que se internacionalizaram após terem recebido investimento para validar se os resultados encontrados sobre o suporte do investidor e impactos encontrados nos resultados da internacionalização são semelhantes aos encontrados pelos listados na revisão bibliográfica e por este estudo.

Seria interessante para futuros estudos analisar outra modelagem conceitual a partir de uma amostra com empreendedores mais homogêneos e que tenham maiores semelhanças entre si. Ao longo da seleção dos sujeitos, não foi possível parametrizar o nível de conhecimento próprio entre os empreendedores e os investidores em relação a aspectos relacionados à internacionalização de suas empresas. Isto é, em alguns casos, a experiência internacional prévia entre empreendedores e/ou investidores pode variar e acabar contribuindo para percepções específicas destes atores em relação aos seus casos respectivos.

Outra possibilidade para sofisticar a análise seria aumentar o tamanho da amostra e segmentar os grupos de análise em diferentes *clusters*, tecendo análises comparativas, segmentado estes por diferentes critérios como: nacionalidade dos investidores, empresas brasileiras e estrangeiras, modelo de negócio, montante investido, *valuation* da empresa e faturamento bruto da companhia, por exemplo. Assim seria possível investigar de que forma estas variáveis poderiam estar relacionadas com o sucesso do processo de internacionalização das empresas.

É importante que novas pesquisas utilizem mais variáveis de controle para avaliação dos resultados. Por exemplo, a variável moderadora “impacto do suporte na gestão” não deve ser vista de forma individual, pois se for analisada por um único prisma provavelmente será superestimada nas observações. É importante analisar outros fatores similares dentro do mesmo contexto para não exagerar no impacto de uma única variável.

Outro viés de análise seria estudar quais benefícios poderiam ser usufruídos por investidores, caso estes investissem em aprimorar o apoio à expansão internacional de suas companhias investidas. Uma das formas para investigar esse assunto seria realizar uma análise comparativa entre o grau de internacionalização das empresas de seu portfólio com o retorno sobre o capital investido ao longo da operação do fundo de investimento.

Adicionalmente outra sugestão para pesquisas futuras, seria o uso de *matched pairs*, ou seja, empresas semelhantes entre si em termos de fatores (por exemplo, tamanho da empresa, indústria e idade da empresa) que podem afetar o processo de internacionalização e os resultados deste, sendo, no entanto, diferentes no fato de que uma teria recebido investimento preliminar e a outra não teria recebido aporte antes de se expandir internacionalmente. Assim, ao comparar os principais fatores que contribuíram para os resultados positivos de cada grupo seria possível atestar a importância relativa dos empreendedores neste processo.

6

Referências Bibliográficas

AGOSTINI, R. **Brasil teve o pior desempenho de exportação em 2014, diz OMC. Folha de São Paulo, 15 abril 2015.** Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/04/1616721-brasil-teve-o-pior-desempenho-de-exportacao-em-2014-diz-omc.shtml>>. Acesso em: 25/02/2016.

CARPENTER, M.; POLLOCK, T.; LEARY, M.; Testing a model of reasoned risk-taking: governance, the experience of principals and agents, and global strategy in high-technology IPO firms. **Strategic Management Journal**, v. 24, p. 803-820, 2003.

CAVALLINI, R. **Brasil tem mais de 400 empresas com operações no exterior, mostra ESPM.** 15/10/2014. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2014/10/brasil-tem-mais-de-400-empresas-com-operacoes-no-exterior-mostra-espm.html>> Acesso em: 08/02/2016.

DAI, J.; JO, H.; KASSICIEH, S. Cross-border venture capital investments in Asia: Selection and exit performance. **Journal of Business Venturing**, v.27, n. 6, p. 666-684, 2012.

DAVILA, A.; FOSTER, G.; GUPTA, M.; **Venture-Capital financing and the growth of startup firms.** Stanford University, 2002.

ESPENLAUB, S.; KHURSHED, A.; MOHAMED, A. Venture capital exits in domestic and cross-border investments. **Journal of Banking & Finance**, v. 53, p. 215-232, 2014.

EY. **2014 Venture Capital Review.** Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2014-venture-capital-review/\\$FILE/EY-2014-venture-capital-review-1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2014-venture-capital-review/$FILE/EY-2014-venture-capital-review-1.pdf)>. Acesso em: 25/02/2016.

FERNHABER, S.; MCDOUGALL-COVIN, P. Venture capital as catalysts to new venture internationalization: the impact of their knowledge and reputation resources. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 33, n. 1, p. 277-295, 2009.

FERNHABER, S.; MCDOUGALL-COVIN, P.; SHEPHERD, D. International entrepreneurship: leveraging internal and external knowledge sources. **Strategic Entrepreneurship Journal**, v. 3, p. 297-320, 2009.

GEORGE, G.; WIKLUND, J.; ZAHRA, S. Ownership and internationalization of small firms. **Journal of Management**, v. 31, n.2, p. 210-233, 2005.

HOCHBERG, Y.; LJUNGQVIST, A.; LU, Y. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 251-301, 2007.

LIPUMA, J.; PARK, S. Venture capitalists' risk mitigation of portfolio company internationalization. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 383, n.5, p. 1183-1205, 2014.

LUTZ, E.; GEORGE, G.; Venture capitalists' role in new venture internationalization. **The Journal of Private Equity**, v. 16, n. 1, p. 26-41, 2012.

MACMILLAN, I.; KULOW, D.; KHOYLIAN, R. Venture Capitalists' involvement in their investments: extent and performance. **Journal of Business Venturing**, v. 4, p. 27-47, 1988.

METRICK, A.; YASUDA, A. **Venture Capital and the Finance of Innovation**. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., segunda edição, p. 3, 2010.

NING, Y.; WANG, W.; YU, B. The driving forces of venture capital investments. **Small Business Economics**, v. 44, n. 2, p. 315-344, 2015.

PAGLIA, J.; HARJOTO, M. The effects of private equity and venture capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses. **Journal of Banking & Finance**, v. 47, p. 177-197, 2014.

PORTALBRASIL. **Número de empresas exportadoras chegou a 19.250 em 2014. 06/01/2015.** Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2015/01/numero-de-empresas-exportadoras-chegou-a-19-250-em-2014>>. Acesso em: 08/02/2016.

PORTER, M. **Competitive Strategy**. New York: Free Press, 1980.

SAPIENZA, J. When do venture capitalists add value? **Journal of Business Venturing**, v. 7, n. 1, p. 9-27, 1992.

SMOLARSKI, J.; KUT, C. The impact of venture capital financing method on SME performance and internationalization. **International Entrepreneurship and Management Journal**, v. 7, n.1, p. 39-55, 2011.

SUN, S.; LIANG, H. Morphing: the linkage of inward private equity and outward ventures. **Thunderbird International Business Review**, v. 56, n. 5, p. 421-438, 2014.

TIMMONS, J.; BYGRAVE, W. Venture capital's role in financing innovation for economic growth. **Journal of Business Venturing**, v. 1, p. 161-176, 1986.

WRIGHT, M.; LOCKETT, A. The structure and management of alliances: syndication in the venture capital industry. **Journal of Management Studies**, v. 40, n. 8, p. 2073-2102, 2003.

WRIGHT, M.; PRUTHI, S.; LOCKETT, A. International venture capital research: from cross-country comparisons to crossing borders. **International Journal of Management Reviews**, v. 7, n. 3, p. 135-165, 2005.

YAMAKAWA, Y.; PENG, M.; DEEDS, D. What drives new ventures to internationalize from emerging to developed economies? **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, n. 1, p. 59-82, 2008.

ZUCKERMAN, M. Attribution of success and failure revisited, or: The motivational bias is alive and well in attribution theory. **Journal of Personality**, v. 47, n. 2, p. 245-287, 1979.

Bibliografia adicional sobre o tema

AHLSTROM, D.; BRUTON, G. Venture Capital in Emerging Economies: Networks and Institutional Change. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 30, n. 2, p. 299-320, 2006.

AVNIMELECH, G.; TEUBAL, M. Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. **Research Policy**, v. 35, n. 10, p. 1477-1498, 2006.

BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, p. 99-120, 1991.

BOBILLO, A.; RODRÍGUEZ-SANZ, J.; TEJERINA-GAITE, F. Shareholder activism and internationalization in the family firm. **Journal of Business Economics and Management**, v. 14, n. 5, 2013.

DALTON, D.; DAILY, C.; ELLSTRAND, A.; JOHNSON, J.; Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 19, p. 269-290, 1998.

DAVID, P.; HITT, M.; GIMENO, J. The influential of activism by institutional investors on R&D. **Academy of Management Journal**, v. 44, n. 1, p. 144-157, 2001.

DIXIT, A.; JAYARAMAN, N.; Internationalization strategies of private equities. **The Journal of Private Equity**, v. 1, p. 40-54, 2001.

DOSSANI, R.; KENNEY, M. Creating and environment for venture capital in India. **World Development**, v. 30, n. 2, p. 227-253, 2002.

GILLAN, S.; STARKS, L. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 57, p. 275-305, 2000.

GROH, A.; LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K. The European venture capital and private equity country attractiveness indices. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, p. 205-224, 2010.

GULER, I.; GUILLÉN, M. Institutions and the internationalization of US venture capital firms. **Journal of International Business Studies**, v. 41, p. 185-205, 2010.

HALL, G.; TU, C. Venture capitalists and the decision to invest overseas, **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, v. 5, p. 181-190, 2003.

HAMDANI, A.; YAFEH, Y. Institutional investors as minority shareholders. **Review of Finance**, Hebrew University of Jerusalem, v. 17, p. 691-725, 2013.

HOFSTEDE, G. **Culture's consequences: comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations**. Sage, Thousand Oaks, CA, 2001.

HYMER, S. The internationalization of capital. New Orleans, **Anais das reuniões anuais da “Association for Evolutionary Economics”**, 1971.

LI, Y.; ZAHRA, S. Formal institutions, culture, and venture capital activity: a cross-country analysis. **Journal of Business Venturing**, v. 27, p. 95-111, 2012.

MARKIDES, C.; ITTNER, C. Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from U.S. international acquisitions. **Journal of International Business Studies**, v. 25, n. 2, p. 343-366, 1994.

MEULEMAN, M.; AMESS, K.; WRIGHT, M.; SCHOLLES, L. Agency, strategic entrepreneurship, and the performance of private equity-backed buyouts. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 33, n.1, p. 213-239, 2009.

MEULEMAN, M.; WRIGHT, M. Cross-border private equity syndication: institutional context and learning. **Journal of Business Venturing**, v. 26, p. 35-48, 2011.

MULLNER, J. Tapping the liabilities' side – Austrian evidence for private equity investor involvement, growth and the internationalization of firms. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 7, n. 2, p. 121- 136, 2011.

PENG, M. **Global strategy**. Cincinnati, OH: Thomson South-Western, 2006.

SARKAR, J.; SARKAR, S. Large shareholder activism in corporate governance in developing countries: evidence from India. **International Review of Finance**, v. 1, n. 3, p. 161-194, 2000.

TYKVOVÁ, T.; SCHERTLER, A. Cross-border venture capital flows and local ties: evidence from developed countries. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 51, p. 36-48, 2011.

Anexo – Roteiro de Entrevista

Roteiro da entrevista com Venture Capitalists / Fundos de Investimento

FASE I – Perguntas abertas (em busca de respostas “espontâneas”) sobre a contribuição do *venture capitalist* para a internacionalização da empresa

1. Contribuições

De que forma o [fundo de investimento administrado pela sua empresa] contribuiu para a internacionalização da [nome da empresa]?

FASE II – Perguntas específicas (em busca de respostas “estimuladas”) sobre a contribuição do *venture capitalist* para a internacionalização da empresa

(Nota: risco de “*social desirability bias*”)

1. Contribuição o de recursos tangíveis

Em termos de aporte de recursos financeiros, o [fundo de investimento administrado pela sua empresa]:

- a) O aporte de capital foi feito especificamente para a internacionalização?
Se sim, qual round de aporte permitiu a internacionalização?
- early stage – Angel
- validation stage – series A
- scale stage – series B
- growth/later stage – series C, D, E, F...
- b) Ajudou na busca de recursos financeiros para a [nome da empresa]? Se sim, como?

2. Suporte na Gestão (sim ou não, se sim como?)

Descreva se você julga que o [fundo de investimento administrado pela sua empresa] contribuiu ou não (e de que forma) para a internacionalização da [nome da empresa]:

- a) Experiência do [fundo] com negócios ou indústrias similares que envolveram gestão de negócios internacionais e processos de internacionalização
- b) Governança corporativa
- c) Controle e Monitoramento (métricas e acompanhamento) do processo de internacionalização
- d) Profissionalização e reestruturação de processos (ex: planos de *stock options*, políticas, processos internos, reconfiguração de modelos de gestão etc.)
- e) Auxílio em políticas de recursos humanos (ex: avaliação e indicação de candidatos ou outras iniciativas)

3. Acesso a redes (sim ou não)

- a) Seu investidor te ajudou a atrair talentos? Se sim, de que forma?
- b) Se investidor te ajudou a aproximar outros investidores para coinvestir na sua empresa?

4. Obtenção de reputação e credibilidade (sim ou não)

- a) A reputação ou credibilidade do seu investidor facilitou a formação de alguma aliança estratégica internacional ou algum processo de M&A?
- b) A reputação ou credibilidade do seu investidor ajudou a legitimar sua presença no exterior e reduzir a rejeição por não ser local?

5. Desenvolvimento da cultura organizacional

- a) Seu investidor influenciou a criar aspirações de crescer e ter uma cultura internacional?
- b) (CASO SEJA UM INVESTIDOR INTERNACIONAL), seu investidor ajudou a eliminar fricções geográficas, barreiras culturais ou algum tipo de distanciamento institucional?

FASE III – Perguntas abertas (em busca de respostas “espontâneas”) sobre os resultados de internacionalização obtidos pela [nome da empresa] decorrentes da ação do *venture capitalist*

Quais os resultados do processo de internacionalização atingidos pela [nome da empresa] que você julga que podem ser atribuídos à ação do [fundo de investimento administrado pela sua empresa]?

Em quais etapas do processo de internacionalização, seu investidor esteve presente (sendo 0 – não esteve presente, 1 – esteve presente, mas teve papel coadjuvante, 2 – teve papel decisivo):

- a) Participação na tomada de decisão que a empresa iria se internacionalizar
- b) Participação na tomada de decisão sobre como e para onde a empresa iria se internacionalizar
- c) Participação durante o processo de internacionalização e entrada em um país
- d) Participação após a entrada e estabelecimento da operação estrangeira

FASE IV – Perguntas específicas (em busca de respostas “estimuladas”) sobre os resultados de internacionalização obtidos pela [nome da empresa] decorrentes da ação do *venture capitalist*

(Nota: risco de “*social desirability bias*”)

Por favor, (sendo 0 – não tem nenhuma relação, 1 – talvez seja verdade, 2 – consigo enxergar relação direta) diga se você julga que as ações do [fundo de investimento administrado pela sua empresa] podem ter contribuído para que a [nome da empresa] atingisse suas metas ou melhorasse seus resultados em termos de:

- a) Eficiência operacional
- b) Valor de mercado da empresa
- c) Rentabilidade
- d) Sucesso em processo de M&A (fusões e aquisições)
- e) Faturamento / Vendas / Escala de operações
- f) Aumento da presença internacional (ex: número de países, vendas no exterior etc.)
- g) Precocidade (isto é, data de início) da internacionalização.
- h) Velocidade da internacionalização
- i) Número de empregos
- j) Outros aspectos do desempenho

FASE V – Perguntas abertas (em busca de respostas “espontâneas”) sobre os impactos negativos da atuação de venture capitalists sobre o processo de internacionalização de pequenas e médias empresas

Você julga que a presença do [fundo de investimento administrado pela sua empresa] pode ter, de alguma forma, prejudicado ou dificultado o processo de internacionalização da [nome da empresa]? Se sim, como?

FASE VI – Perguntas específicas sobre fatores moderadores do impacto de venture capitalists sobre o processo de internacionalização de pequenas e médias empresas

Você julga que o impacto (positivo ou negativo) de um venture capitalist pode ser maior ou menor a depender de cada uma das seguintes circunstâncias?

- a) Nacionalidade do VC
- b) Ambiente institucional (liquidez do mercado de capitais local, volume de fundos de VC e private equity, PIB per capita)
- c) Idade da companhia
- d) Tamanho da companhia
- e) Indústria que a empresa atua
- f) Distância psíquica entre o investidor e a empresa
- g) Conhecimento acumulado (experiência internacional dos gestores)

FASE VIII – *Wrap-up*

O que você julga que poderia ter sido diferente na internacionalização da [nome da empresa] se ela não tivesse contado com o [fundo de investimento administrado pela sua empresa]?

Por favor, sinta-se à vontade para acrescentar qualquer outro ponto ou comentário que você julgue relevante.