

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

ALEXANDRE PETEFFI

**CAPITAL DE RISCO E O RELACIONAMENTO DE MÚLTIPLOS INVESTIDORES
EM STARTUPS**

Porto Alegre

2020

ALEXANDRE PETEFFI

**CAPITAL DE RISCO E O RELACIONAMENTO DE MÚLTIPLOS INVESTIDORES
EM STARTUPS**

Dissertação de Mestrado Acadêmico em Administração apresentado ao Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para a obtenção do título de mestre.

Orientadora: Profa. Dra. Aurora Carneiro Zen

Porto Alegre

2020

CIP - Catalogação na Publicação

Peteffi, Alexandre
Capital de risco e o relacionamento de múltiplos investidores em startups / Alexandre Peteffi. -- 2020.
157 f.
Orientadora: Aurora Carneiro Zen.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS, 2020.

1. Capital de risco. 2. Coinvestimento. 3. Startups. I. Zen, Aurora Carneiro, orient. II. Título.

ALEXANDRE PETEFFI

**CAPITAL DE RISCO E O RELACIONAMENTO DE MÚLTIPLOS INVESTIDORES
EM STARTUPS**

Dissertação de Mestrado Acadêmico em
Administração apresentado ao Programa de
Pós-graduação em Administração da
Universidade Federal do Rio Grande do Sul,
como requisito para a obtenção do título de
mestre.

Banca examinadora:

Profa. Dra. Aurora Carneiro Zen
Orientador
PPGA/UFRGS

Profa. Dra. Fernanda Maciel Reichert
PPGA/UFRGS

Prof. Dr. Marcelo Nogueira Cortimiglia
PPGEP/UFRGS

Prof. Dr. Dusan Schreiber
FEEVALE

RESUMO

Ao longo de seu ciclo de desenvolvimento, as startups necessitam de recursos financeiros para viabilizar seus projetos de crescimento. No entanto, os empreendedores têm dificuldade em obter esses recursos por meio de bancos tradicionais, já que startups apresentam alto nível de incerteza e não possuem geralmente ativos tangíveis que possam ser utilizados como garantia para nas operações de financiamento. Para suprir essa lacuna, surgem os investidores de capital de risco em suas diversas formas: investidores anjo, aceleradoras, corporate venturing, plataformas de crowdfunding e os fundos de investimento. Em geral, estes aportes financeiros são realizados mais de uma vez ao longo do ciclo de desenvolvimento das startups. Isso posto, este estudo tem por objetivo analisar de que forma a existência prévia de diferentes fontes de investimento pode influenciar a decisão de investir em startups por parte de gestores de fundos de investimento. Para alcançar esse objetivo, optou-se pela realização de um estudo exploratório de natureza qualitativa. O estudo foi conduzido inicialmente através de uma análise bibliográfica e documental realizadas com o objetivo de caracterizar o ecossistema de investidores em startups no Brasil. Posteriormente, conduziu-se um estudo de múltiplos casos, com a análise de quatro fundos de investimento de capital de risco e nove startups que negociaram aporte de capital com estes fundos. A coleta de dados ocorreu entre julho e outubro de 2019. Por meio deste estudo, foi possível identificar fatores de impacto relativos ao coinvestimento que afetam a avaliação dos gestores de fundos no Brasil. Os dois principais aspectos positivos identificados foram os efeitos da sinalização de qualidade e da participação ativa dos investidores na captação de novas rodadas de investimento. Já os principais aspectos negativos foram a existência de uma diluição excessiva dos fundadores e o excesso de direitos dos investidores que realizaram os primeiros aportes. Além disso, foi possível identificar que cada uma das modalidades de investidores apresenta características próprias que de alguma forma impactam na avaliação dos fundos de investimento. Nesse sentido, o investimento prévio de aceleradoras e investidores anjo parece impactar positivamente a análise dos fundos, enquanto a presença de investidores corporativos e plataformas de crowdfunding tende a prejudicar novas rodadas de captação das startups com fundos de investimento.

Palavras-chave: capital de risco; coinvestimento; startups.

ABSTRACT

Throughout their development cycle, startups need financial resources to make their growth projects viable. However, entrepreneurs find it difficult to obtain these resources through traditional banks, since startups have a high level of uncertainty and generally do not have tangible assets that can be used as collateral for financing operations. To fill this gap, venture capital investors come in many forms: angel investors, accelerators, corporate venturing, crowdfunding platforms and investment funds. In general, these financial contributions are made more than once during the development cycle of startups. That being said, this study aims to analyze how the previous existence of different sources of investment can influence the fund managers' decision to invest in startups. To accomplish that, an exploratory study with a qualitative approach was chosen. The study was conducted initially through a bibliographic and documentary analysis carried out with the objective of characterizing the Brazilian ecosystem of investors in startups. Subsequently, a multiple case study was conducted, with the analysis of four venture capital investment funds and nine startups that negotiated capital with those funds. Data collection took place between July and October 2019. Through this study, it was possible to identify impact factors related to co-investment that affect the assessment of fund managers in Brazil. The two main positive aspects identified were the effects of quality signaling and the active participation of investors in attracting new rounds of investment. The main negative aspects, on the other hand, were the existence of an excessive dilution of the founders and the excess of rights of the investors who made the first investments. In addition, it was possible to identify that each type of investor has its own characteristics that somehow impact the evaluation of investment funds. In this sense, the previous investment of accelerators and angel investors seems to positively impact the analysis of the funds, while the presence of corporate investors and crowdfunding platforms tends to harm new rounds of fundraising by startups with investment funds.

Keywords: venture capital; co-investment; startups.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Estágios do Ciclo de Vida de uma Empresa Inovadora	18
Figura 2 – Ciclo de Investimento em Startups	20
Figura 3 – Investimento Médio por Classificação de Fundos em Séries	35
Figura 4 – Processo de Investimento	38
Figura 5 – Crescimento do Número de Investidores Anjo	64
Figura 6 – Crescimento do Valor Investido Anualmente (em milhões de reais)	65
Figura 7 – Valor Médio por Investidor por Ano (em milhares de reais).....	66
Figura 8 – Participação Societária nas Startups.....	69
Figura 9 – Área de Atuação - Aceleradoras	70
Figura 10 – Os Maiores CVCs Brasileiros	74
Figura 11 – Capital Comprometido (valores nominais, USD Bilhões).....	78
Figura 12 – Capital Comprometido (em bilhões de reais).....	78
Figura 13 – Capital Comprometido por Modalidade de Investimento (em bilhões de reais) 79	
Figura 14 – Quantidade de Empresas Investidas.....	80
Figura 15 – Valor Médio do Investimento (em milhões de reais).....	81
Figura 16 – Percentual do Capital Comprometido por Tipo de Investidor (2018).....	81
Figura 17 – Processo de Investimento no Brasil	97
Quadro 1 – Síntese dos Estudos sobre Coinvestimento	47
Quadro 2 – Modalidades de Investidores e suas Características	53
Quadro 3 – Caracterização dos Fundos Selecionados	56
Quadro 4 – Caracterização dos Gestores e Fundos Selecionados	59
Quadro 5 – Caracterização das Startups Entrevistadas	60
Quadro 6 – Perfil dos Especialistas	60
Quadro 7 – Dimensões de Análise	62
Quadro 8 – Ciclos do Investimento Anjo no Brasil	64
Quadro 9 – Tipologia de Aceleradoras no Brasil	71
Quadro 10 – Principais Elementos do Programa Startup Brasil.....	72
Quadro 11 – Motivações das Startups para Captação via Fundos.....	93
Quadro 12 – Teses de Investimentos dos Fundos.....	98
Quadro 13 – Ciclo de Investimento e Diluição Esperada.....	106
Quadro 14 – Direitos de Veto.....	110

Quadro 15 – Recomendações para as Startups	123
Quadro 16 – Recomendações para os Investidores Iniciais	126

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Atividades de Avaliação Realizadas pelos Gestores	36
Tabela 2 – Distribuição Geográfica das Aceleradoras no Brasil.....	66

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 OBJETIVO GERAL	13
1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	13
1.3 JUSTIFICATIVA	13
1.4 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	16
2 STARTUPS E SUAS OPÇÕES DE INVESTIMENTO	17
2.1 CICLO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS	19
2.2 FONTES DE FINANCIAMENTO PARA STARTUPS	21
2.2.1 Investimento anjo	22
2.2.2 Aceleradoras	24
2.2.3 Corporate Venture Capital	27
2.2.4 Plataformas de crowdfunding	29
2.2.5 Fundos de capital de risco	33
2.3 O PROCESSO DE INVESTIMENTO DO CAPITAL DE RISCO	37
2.4 COINVESTIMENTO EM STARTUPS	42
2.5 CONCLUSÃO DO CAPÍTULO	46
3 MÉTODO DE PESQUISA	54
3.1 TIPO DE PESQUISA	54
3.2 SELEÇÃO DOS CASOS	55
3.3 COLETA DOS DADOS	56
3.3.1 Instrumento de coleta dos dados	57
3.3.2 Perfil dos entrevistados	58
3.4 ANÁLISE DOS DADOS	60
3.5 DIMENSÕES DE ANÁLISE	61
4 RESULTADOS	63
4.1 ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS	63
4.1.1 Investimento Anjo no Brasil	63
4.1.2 As aceleradoras brasileiras	68
4.1.3 O corporate venture capital no Brasil	72
4.1.4 Plataformas brasileiras de crowdfunding	74

4.1.5 Os fundos de capital de risco no Brasil.....	77
4.2 CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E STARTUPS ...	82
4.2.1 Características dos fundos de investimento analisados.....	82
4.2.2 Características das startups analisadas	85
4.2.3 Motivação das startups para prospecção de investidores	90
4.3 PROCESSO DE INVESTIMENTO E CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO.....	94
4.3.1 Processo de investimento.....	94
4.3.2 Teses de investimento e critérios de avaliação	97
4.4 COINVESTIMENTO	100
4.4.1 Fatores de impacto no coinvestimento.....	101
4.4.2 Relações de coinvestimento	112
4.5 AS RECOMENDAÇÕES DOS GESTORES E EMPREENDEDORES PARA STARTUPS E DEMAIS INVESTIDORES	119
4.5.1 Recomendações para as Startups	119
4.5.2 Recomendações para os Investidores Iniciais	123
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	127
5.1 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E PRÁTICAS	130
5.2 LIMITAÇÕES E ESTUDOS FUTUROS	132
REFERÊNCIAS.....	134
APÊNDICE A – LISTA DE DOCUMENTOS	148
APÊNDICE B – ROTEIRO DE ENTREVISTAS – GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	150
APÊNDICE C – ROTEIRO DE ENTREVISTAS – STARTUPS.....	153
APÊNDICE D – ROTEIRO DE ENTREVISTAS – STARTUPS COM CAPTAÇÃO VIA <i>EQUITY CROWDFUNDING</i>	155

1 INTRODUÇÃO

O empreendedorismo cumpre papel relevante para o desenvolvimento econômico e para a geração de empregos ao gerar novas ideias e conhecimentos que são difundidos e repercutem na sociedade e demais agentes econômicos (AUDRETSCH; KEILBACH; LEHMANN, 2006; HALTIWANGER; JARMIN; MIRANDA, 2013). No entanto, ao lançarem novas empresas de base tecnológica, os empreendedores são confrontados por diversos riscos (FORLANI; MULLINS, 2000). Devem, ao mesmo tempo, avaliar a viabilidade tecnológica da solução, a viabilidade do modelo de negócio e a existência de um mercado comprador disposto a adquirir a novidade (DUTTA; FOLTA, 2016). Estes riscos limitam a possibilidade destas startups em conseguir um dos ativos mais importantes para seu desenvolvimento: recursos financeiros (GOMPERS; LERNER, 2004). Empresas com acesso limitado ou sem acesso a financiamento externo veem seu potencial de crescimento ser ameaçado já que não conseguem realizar os investimentos necessários no seu negócio (RAHAMAN, 2011).

Para suprir esta lacuna, surge o capital de risco¹ em suas diversas modalidades (DROVER *et al.*, 2017; DUTTA; FOLTA, 2016). Estes investidores aportam recursos financeiros e em contrapartida recebem uma participação no novo negócio, compartilhando os riscos com os fundadores. O capital de risco supre a necessidade de recursos para novos empreendimentos que teriam dificuldade em obtê-los por meio dos bancos tradicionais, já que estas empresas são em grande parte micro e pequenas, apresentam alto nível de incerteza em relação aos resultados da inovação proposta, e não possuem ativos tangíveis que possam usar como garantia para financiamentos (HALL; LERNER, 2010; LEE, SAMEEN; COWLING, 2015).

Em geral, estes aportes financeiros são realizados mais de uma vez ao longo do ciclo de desenvolvimento das startups. Os investimentos realizados nas etapas iniciais são conhecidos como capital semente, sendo as principais fontes os investidores anjos, as aceleradoras, as plataformas de *crowdfunding*, e as grandes empresas por meio de programas de *corporate venturing*². O capital semente auxilia as empresas na validação do negócio e no

¹ Os investimentos em empresas privadas que apresentam grande potencial de retorno e alto risco são conhecidos internacionalmente pelo termo *Venture Capital*. No Brasil adotam-se os termos capital de risco e capital empreendedor.

² Por meio de iniciativas de *corporate venturing*, as grandes empresas fomentam a criação de novas empresas e adquirem participação acionária em startups.

ganho de escala, até que ela esteja preparada para receber investimentos maiores por parte dos gestores de fundos de capital de risco. Sabe-se que não é somente o capital que acelera o processo de inovação e desenvolvimento destas empresas, mas também o papel ativo destes investidores atuando como conselheiros, mentores e conectores (DROVER *et al.*, 2017; DUTTA; FOLTA, 2016).

A literatura já está consolidada a respeito da importância do capital de risco para o desenvolvimento econômico e para o crescimento das startups (BYGRAVE; TIMMONS, 1992; DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2003; DUTTA; FOLTA, 2016; KORTUM; LERNER, 2000; SAMILA; SORENSON, 2011). Diversos estudos demonstram que as startups que recebem aporte de investidores apresentam desempenho inovativo e econômico superior às demais, exibindo crescimento acelerado, melhores indicadores de inovação, e maior resultado financeiro na venda da empresa através de aquisições ou abertura de capital em bolsa de valores (CHEMMANUR; KRISHNAN; NANDY, 2011; DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2003; DUSHNITSKY; LENOX, 2005; DUTTA; FOLTA, 2016; HALLEN; BINGHAM; COHEN, 2016; KORTUM; LERNER, 2000; PURI; ZARUTSKIE, 2012).

Apesar de avanços, uma importante lacuna na literatura permanece sobre os efeitos, tanto positivos quanto negativos, que podem ocorrer quando diversos tipos de investidores coinvestem em uma mesma empresa. Os diferentes papéis e objetivos dos investidores podem tanto levar a situações de conflito e tensão, como complementaridade no apoio ao desenvolvimento das startups.

De um lado, uma corrente da literatura reforça os aspectos complementares que distintas formas de investimento exercem sobre as investidas. Os investidores anjo atuam reduzindo a lacuna cognitiva que existe entre fundos e empreendedores (BONNET; WIRTZ, 2011; BONNET; WIRTZ, 2012), contribuem com sua experiência e conhecimento do mercado (HARRISON; MASON, 2000), sinalizam maior qualidade do projeto, passando maior confiança para investimento dos fundos (DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017).

Por outro lado, autores argumentam que a presença de outros investidores pode impactar negativamente a avaliação dos gestores de fundos de investimento (COLOMBO; SHAFI, 2016; GOLDFARB *et al.*, 2013; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015). A existência de mais investidores afeta a estrutura de governança (COLOMBO; SHAFI, 2016), resulta em menor retorno financeiro para os fundos no desinvestimento (GOLDFARB *et al.*, 2013), e pode reduzir a possibilidade de captação de recursos com outras modalidades de investimento (HELLMANN; SCHURE; VO, 2015).

Ainda alguns pesquisadores defendem que essa relação é mutável ao longo do tempo, sendo o coinvestimento positivo no início, mas que a relação pode se tornar conflituosa com o passar do tempo (HELLMANN; THIELE, 2015), e que o impacto do coinvestimento sobre a avaliação dos fundos depende da modalidade de investidor que aportou recursos previamente (MÖDL, 2018).

As pesquisas sobre finanças de pequenas empresas devem levar em conta essa possível conexão entre fontes distintas e o impacto que a presença de um determinado investidor pode causar em futuras rodadas de negociação com novos investidores. Neste contexto, este trabalho tem o propósito de responder à seguinte questão: Como a existência prévia de distintas fontes de investimento pode influenciar a decisão de investir em startups?

1.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral desta pesquisa é analisar de que forma a existência prévia de diferentes fontes de investimento pode influenciar a decisão de investir em startups por parte de gestores de fundos de investimento.

1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Caracterizar o ecossistema de investidores em startups no Brasil.
- b) Identificar as principais motivações das startups para busca de investimento.
- c) Identificar os aspectos que influenciam a análise dos gestores ao avaliarem oportunidades de investimento.
- d) Analisar comparativamente a percepção de gestores de fundos e empreendedores, quanto à existência de múltiplas modalidades de investidores.
- e) Propor sugestões aos empreendedores e aos investidores para a negociação de investimento nas startups.

1.3 JUSTIFICATIVA

O crescimento da importância do capital de risco para a inovação, geração de renda e criação de empregos é argumento importante para aprofundar pesquisas acadêmicas sobre o tema (BERNSTEIN *et al.*, 2017; MASON; HARRISON, 1999; SAMILA; SORENSON,

2011). A disponibilidade destes recursos atua como catalisador para a geração de novos empreendimentos inovadores que mudam continuamente a forma como vivemos e trabalhamos (BYGRAVE; TIMMONS, 1992). O capital de risco foi muito importante para o desenvolvimento de diversas startups durante as últimas quatro décadas nos Estados Unidos. Empresas mundialmente conhecidas receberam aportes no início de suas operações, incluindo Apple Computer, Cisco Systems, Microsoft, Sun Microsystems e Google. O sucesso do ecossistema financeiro americano, que possibilitou o desenvolvimento destas empresas, tem sido objeto de estudo de diversos países que buscam replicar o modelo (CUMMING; MACINTOSH, 2003; FERRARY; GRANOVETTER, 2009; PLAGGE, 2006).

Nos últimos anos, principalmente depois da crise financeira de 2008³ e a consequente restrição de crédito (COWLING; LUI; LEDGER, 2012), tem-se buscado soluções alternativas de financiamento para pequenas empresas. Os recentes avanços tecnológicos e a modernização regulatória possibilitaram essa ampliação das opções de fontes de recursos (BRUTON *et al.*, 2015). As aceleradoras e as plataformas de *crowdfunding* são duas destas inovações e que tem mudado radicalmente a forma como as empresas angariam recursos para crescer (BLOCK, 2018). A maior disponibilidade de investidores torna os estudos sobre os efeitos do coinvestimento ainda mais importantes, em especial sobre os tipos de investimento que as empresas recebem ao longo do ciclo de investimento e as características de substitutibilidade ou complementaridades existentes entre as fontes alternativas.

Sob este prisma, as contribuições deste estudo são relevantes de forma teórica e prática. Primeiramente, a pesquisa agrega novas contribuições à literatura recente sobre coinvestimento, ressaltando possíveis tensões ou complementaridades existentes entre investidores distintos (BONNET; WIRTZ, 2011; COLOMBO; SHAFI, 2016; DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; HARRISON; MASON, 2000; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015; HELLMANN; THIELE, 2015; MÖDL, 2018). Em segundo lugar, o trabalho também contribui para a literatura sobre os critérios de decisão utilizados pelos investidores ao analisarem oportunidades de investimento em startups (DE CLERCQ *et al.*, 2006; FRIED; HISRICH, 1994; SHEPHERD, 1999; TYEBJEE; BRUNO, 1984; ZACHARAKIS; MEYER, 2000). Finalmente, os resultados podem ampliar o conhecimento sobre o financiamento de startups no Brasil ao caracterizar nacionalmente o ecossistema de investidores.

³ No ano de 2008 eclodiu uma grande crise financeira mundial, cujo principal marco foi a falência do tradicional banco de investimentos americano, Lehman Brothers. A crise teve origem no mercado de crédito imobiliário de alto risco dos Estados Unidos, mas difundiu-se rapidamente para muitos países, causando recessão econômica e restringindo a oferta de crédito para empresas.

Além disto, a pesquisa também tem implicações relevantes para os empreendedores, investidores e para o poder público. Sob a ótica dos empreendedores, o conhecimento gerado pode auxiliar na negociação com investidores, evitando possíveis questões contratuais e de governança mal definidas e que possam atrapalhar futuras captações com fundos de investimento. Para os investidores, a pesquisa é relevante, em especial no Brasil, que se caracteriza por um mercado de capital semente ainda em formação. A adoção de melhores práticas por investidores com pouca experiência pode reduzir o potencial de conflitos com investidores subsequentes em novas rodadas de investimento. Para os legisladores, o trabalho pode ser útil na criação de leis que venham a regular as modalidades de investimento, adequando as normas às práticas de mercado que causem menos atrito entre os agentes econômicos.

Este trabalho terá como foco a análise na realidade brasileira. Esse direcionamento foi assim definido pelas diferenças nas características econômicas e sociais entre o Brasil e os países desenvolvidos. A primeira aceleradora de empresas surgiu no Brasil em 2005 (ABREU; CAMPOS, 2016) e a primeira plataforma de *crowdfunding* brasileira começou a operar somente em 2009 (COCATE; JUNIOR, 2012). Isso demonstra como o assunto é novo no país e a falta de histórico em transações e empresas que tenham passado por todo ciclo de investimento até o desinvestimento faz com que nosso mercado ainda seja imaturo em alguns aspectos. As diferenças culturais, comportamentais e legais resultam em um mercado distinto em muitos aspectos. Cumming e Macintosh (2003) demonstraram que aspectos institucionais distintos entre EUA e Canadá criaram diferenças significativas na indústria de capital de risco destes países.

Nos últimos anos, pode-se observar um crescimento significativo tanto do número de investidores e plataformas de investimento como nos valores disponíveis para investimento no Brasil. O capital comprometido pelos fundos de investimento saiu de R\$ 63,5 bilhões em 2011 para R\$ 170 bilhões em 2018 (KPMG; ABVCAP, 2019). O investimento anjo também se difundiu e ampliou atuação no país. O montante investido por estes investidores em 2010/2011 foi de R\$ 450 milhões e chegou a R\$ 979 milhões em 2018 (ANJOS DO BRASIL, 2019). As plataformas de *crowdfunding* passaram por processo de regulamentação em 2017 e vem crescendo rapidamente desde então. Campanhas de captação de investidores por meio destas plataformas captaram mais de R\$ 46 milhões em 2018, valor 451% superior ao valor captado em 2016, quando a norma ainda não estava vigente. O número de investidores que aportam recursos por plataforma saltou de 1.099 em 2016 para 8.966 em 2018 (CVM, 2019).

Mesmo com a rápida evolução, o mercado de investimento brasileiro ainda é muito menor do que o dos países industrializados. Na comparação do montante de investimentos em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) dos países, pode-se ver que o Brasil ainda precisa trilhar um longo caminho para atingir nível equivalente de desenvolvimento da indústria em relação às principais referências mundiais. Enquanto o montante de investimento no Brasil atingiu 0,20% do PIB em 2018, nos Estados Unidos o investimento chegou a 1,83% do PIB e no Reino Unido atingiu 2,07% do PIB (KPMG; ABVCAP, 2019).

1.4 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

A dissertação está estruturada em cinco capítulos. Este primeiro capítulo de introdução contextualizou o problema e apresentou objetivos e justificativas para condução do estudo. O segundo capítulo apresenta o conceito de startups como empresas nascentes que exploram novas tecnologias para propor soluções inovadoras e que enfrentam diferentes desafios e necessidades ao passarem pelas etapas de seu ciclo de vida. Também se explora a dinâmica do ciclo de investimento, já que à medida que as startups se tornam mais maduras, a demanda por capital também se torna mais relevante e novas fontes de recurso passam a estar disponíveis aos empreendedores. O capítulo ainda trata sobre as características das distintas modalidades de investidores que apoiam o desenvolvimento de empresas inovadoras e explora em mais detalhes a escassa literatura disponível sobre coinvestimento, contextualizando o estado atual do tema e apresentando alguns achados empíricos conflitantes. O terceiro capítulo descreve o método utilizado nesta pesquisa, incluindo o tipo de pesquisa, a forma de seleção dos casos estudados, a técnica de coleta de dados, informações sobre os entrevistados, técnica de análise aplicada e as dimensões de análise utilizadas. No quarto capítulo é realizada a análise e discussão dos resultados. O capítulo tem início com uma caracterização do ecossistema brasileiro de investimento em startups e segue com a apresentação dos fundos de investimento e startups entrevistadas. Na sequência são apresentadas as motivações da busca de investimento por parte das startups e a descrição do processo de investimento típico realizado pelos fundos brasileiros. O capítulo de análise ainda trata sobre a temática do coinvestimento e aspectos relevantes sobre o coinvestimento com cada modalidade de investidor. O quinto capítulo apresenta as conclusões do estudo, as suas implicações teóricas e práticas, e as suas limitações.

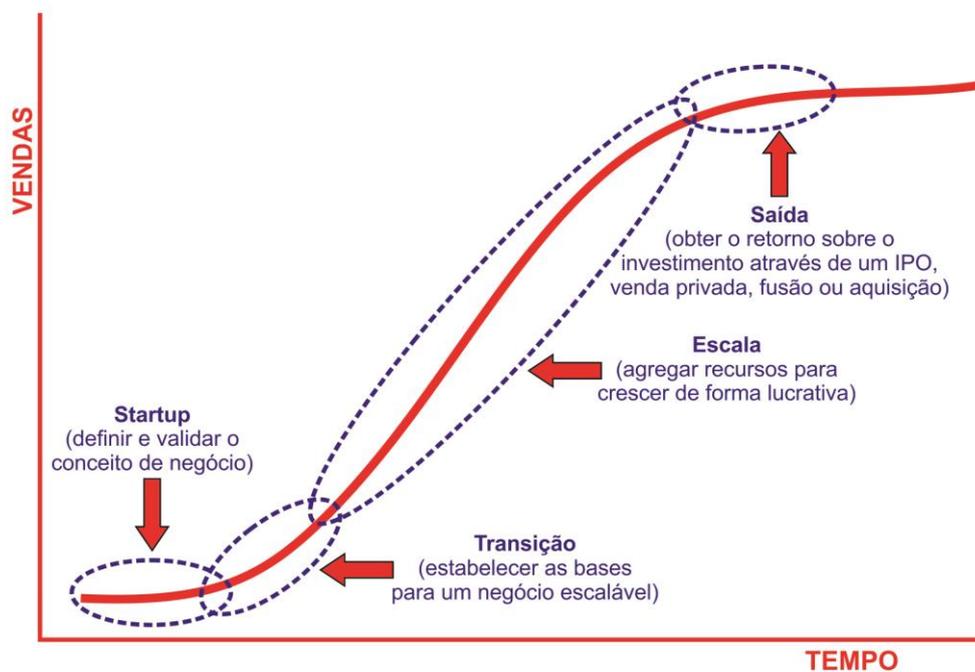
2 STARTUPS E SUAS OPÇÕES DE INVESTIMENTO

Blank (2013, p. 4, tradução nossa) conceitua startups como sendo “organizações temporárias projetadas para buscar um modelo de negócio repetível e escalável”. A startup é também definida como sendo uma “instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, 2012, p. 24). Estas empresas são caracterizadas por buscar alcançar o sucesso através de um processo contínuo de aprendizagem, interagindo continuamente com os clientes para promover melhorias rápidas nas suas ideias e produtos e que estejam alinhadas com o interesse real de seu público alvo (BLANK, 2013; RIES, 2012). Estes empreendedores consultam frequentemente seus clientes, fornecedores e parceiros de negócio, de forma a validar hipóteses sobre seu modelo de negócios, características dos produtos, precificação, canais de distribuição e outras estratégias importantes. São empresas que desenvolvem seus produtos de forma ágil, reduzindo esforços desnecessários com a construção interativa e incremental das soluções. (BLANK, 2013). As startups também são “empreendimentos em processo de descoberta, desenvolvimento e implementação de um modelo de negócios viável e escalável a fim de explorar oportunidades de mercado” (EHRENHARD *et al.*, 2017, p.1, tradução nossa). Estas empresas nascentes são fonte importante de soluções inovadoras, empregando novas tecnologias para desenvolver produtos que gerem mais benefícios para os consumidores e alterando a forma como os negócios são feitos (KOHLENER, 2016; PARADKAR; KNIGHT; HANSEN, 2015). Ao conectar diferentes ideias e tecnologias, os empreendedores alteram significativamente a forma tradicional de se fazer negócios (PARADKAR; KNIGHT; HANSEN, 2015).

Para a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI (2018), as grandes empresas possuem recursos, poder de mercado e processos adequados para operar em escala, no entanto, tendem a ser menos ágeis e flexíveis, características importantes para a manutenção da competitividade em um mercado cada vez mais digitalizado e focado em customização. Por outro lado, as startups apresentam limitações relacionadas tanto a recursos tangíveis quanto intangíveis, além de apresentarem capital social limitado com rede de relacionamentos ainda pouco desenvolvida. Já seu modelo de negócios é muito mais adaptativo, sua estrutura organizacional mais ágil, e há mais disponibilidade para aceitar riscos, características importantes para o desenvolvimento de ideias promissoras e que podem causar mudanças de paradigma em setores tradicionais.

Picken (2017) busca dividir o processo de empreendedorismo em quatro estágios: startups, transição, escala e saída. Apesar de cada limite de estágio ser usualmente sobreposto, todos possuem seus próprios desafios e propósitos. Essa abordagem explica a evolução das empresas inovadoras de uma estrutura informal em que o modelo de negócios está sendo concebido até a profissionalização de uma companhia de alto crescimento. A figura 1 apresenta os estágios do ciclo de vida de uma empresa inovadora.

Figura 1 – Estágios do Ciclo de Vida de uma Empresa Inovadora



Fonte: Picken (2017, p. 2)

De acordo com Picken (2017), no estágio de startup, o empreendedor deve definir e validar o conceito de negócio, portanto, a organização ainda é informal, fluída e vagamente estruturada. O estágio de transição ocorre quando o negócio começa a ganhar força no mercado, de modo que o empreendedor deve concluir o desenvolvimento da oferta e formalizar minimamente a estrutura da organização para que ela se torne capaz de crescer rapidamente. Nesta etapa, os fundadores devem ao mesmo tempo lidar com assuntos estratégicos, iniciar a estruturação de um time de gestão, implementar processos básicos e angariar os recursos necessários para o desenvolvimento. No estágio de escala, o empreendedor deve agregar mais recursos, padronizar processos e estabelecer parcerias para

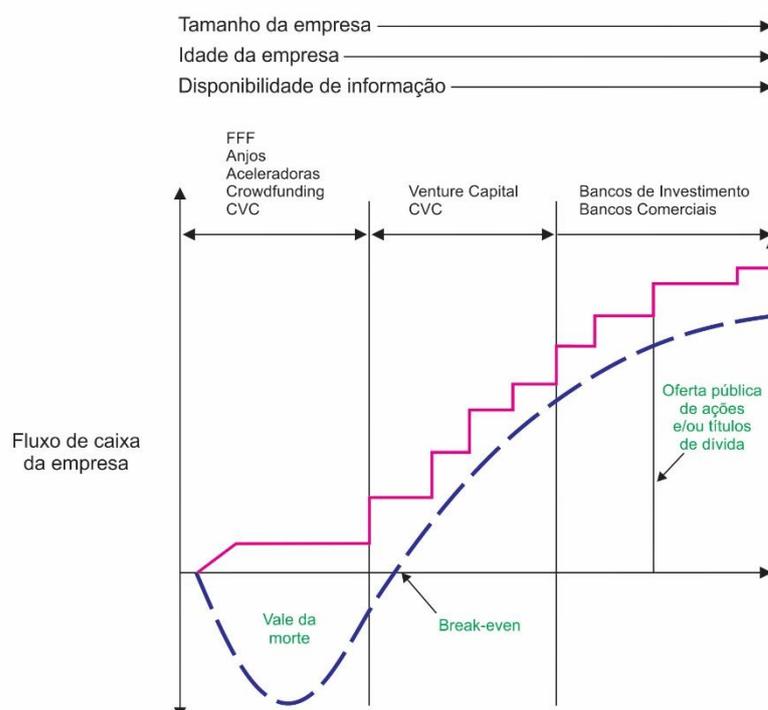
crescer. À medida que a startup cresce, a informalidade se torna menos eficiente, exigindo uma estruturação de processos para melhorar a comunicação e a tomada de decisões. Os papéis que uma vez foram preenchidos por profissionais generalistas passam a ser assumidos por especialistas, e a tomada de decisão informal é transformada em processos e políticas (HOFER; CHARAN, 1984). Eventualmente, se o negócio alcançar o sucesso pelo crescimento, o estágio de saída é alcançado através de uma Oferta Pública Primária de Ações (IPO), uma venda privada, ou uma fusão ou aquisição, assim os investidores e os empresários podem obter retorno sobre o investimento realizado.

Tendo em vista os diferentes desafios em cada estágio, existem diferentes necessidades dos empreendedores, que precisam de apoio tanto no financiamento quanto no processo de tomada de decisão e profissionalização do negócio. Ao longo deste trabalho, define-se startups as empresas que apresentam características tanto do estágio de startup quanto do estágio de transição, conforme caracterizado por Picken (2017). É neste intervalo que ocorre uma maior incidência de situações de coinvestimento, com modalidades distintas de investidores aportando capital nas startups.

2.1 CICLO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

Esta subseção trata sobre a dinâmica do ciclo de investimento ao longo da vida das startups, ou seja, quais tipos de recursos financeiros as empresas em crescimento utilizam ao longo de seu desenvolvimento, já que existem desafios importantes de fluxo de caixa que devem ser superados.

Para Berger e Udell (1998), a principal característica que define o ciclo de investimento em startups é a opacidade informacional, já que estas empresas, em geral, não apresentam muitas informações publicamente disponíveis sobre seus contratos, sua estratégia de negócios e também não há necessidade legal de publicar e auditar suas demonstrações financeiras. À medida que os pequenos empreendimentos crescem, ganham mais visibilidade e transparência, as oportunidades de fontes de financiamento são ampliadas. A Figura 2 mostra a evolução das possibilidades de acordo com o nível de maturidade alcançado.

Figura 2 – Ciclo de Investimento em Startups

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Cardullo (1999) e Berger e Udell (1998)

Empresas nascentes e de alto risco, com pouca disponibilidade de informação, cujos ativos são em sua maior parte intangíveis, se encontram na parte esquerda do gráfico. Para estas startups, a fonte de capital disponível muitas vezes se resume ao patrimônio do próprio empreendedor ou de familiares e amigos (FFF). Estes investidores próximos são muito importantes para empresas que ainda estejam desenvolvendo os conceitos de produto e modelo de negócios. Durante esse início, os empreendedores avaliam a existência de interesse pela sua proposta de valor e constroem planos de negócio para atrair novos investidores (BERGER; UDELL, 1998).

Ao passar pela etapa inicial, de validação de produto e modelo de negócio, muitas vezes os recursos internos já não são mais suficientes, mas a empresa ainda precisa investir para validar o mercado e ganhar escala, aumentando sua capacidade de manufatura, distribuição e desenvolvendo ações de marketing. Neste estágio, as empresas ainda apresentam muito risco, instabilidade de fluxo de caixa, e margem negativa, dificultando acesso a bancos tradicionais e ainda são muito pequenas para atrair atenção e interesse dos

capitalistas de risco formais como os gestores de fundos de investimento (OECD, 2004). Para estas empresas, surgem como opções de fonte de capital os investidores anjo, as aceleradoras, as plataformas de *crowdfunding* e os veículos de investimento das grandes empresas. Estas modalidades preenchem uma lacuna financeira que existe entre o próprio capital dos empreendedores e os gestores de fundos de investimento de capital de risco. Os fundos geralmente investem quando o produto já foi aceito pelo mercado e o financiamento é necessário para realizar marketing e produção em larga escala. As empresas investidas muitas vezes já receberam um ou mais aporte das outras modalidades mencionadas.

Com o amadurecimento e crescimento de receitas, a empresa melhora sua rentabilidade e seu balanço patrimonial começa a apresentar ativos que possam ser utilizados como garantias em operações de financiamento junto a bancos comerciais. Caso o crescimento se mantenha, ela passa a ter possibilidade de captação de recursos através do lançamento público de ações ou lançamento público de títulos de dívida (BERGER; UDELL, 1998). Estas diferentes fontes de capital podem ser tanto substitutas como complementares, e o modelo não se aplica necessariamente a todas as empresas. A figura 2 dá uma ideia geral de quais recursos são mais relevantes à medida que as startups crescem, mas não existe uma delimitação clara e bem definida separando os estágios. Não é raro investidores anjo investirem em parceria com fundos em empresas mais estabelecidas ou fundos com foco nos setores de saúde e biotecnologia investirem em empresas ainda em fase de desenvolvimento de produto.

2.2 FONTES DE FINANCIAMENTO PARA STARTUPS

O crescente acesso a fontes alternativas de capital faz com que os empreendedores tenham de escolher a melhor opção levando em conta tanto aspectos financeiros quanto estratégicos de cada oferta disponível (DUTTA; FOLTA, 2016). A opção feita tem impacto direto sobre o crescimento da startup e sua performance (PARK; STEENSMA, 2012; SMITH; HANNIGAN, 2015). Para entender como as fontes se relacionam em situação de coinvestimento, é necessário primeiro abordar quais são as características de cada modalidade e como cada uma gera valor para as empresas investidas.

Serão exploradas a seguir as principais fontes de capital para startups: (i) investidores anjo; (ii) aceleradoras; (iii) *corporate venture capital*; (iv) plataformas de *crowdfunding*; e (v) fundos de capital de risco.

2.2.1 Investimento anjo

Um dos principais atores que aporta recursos para empresas inovadoras em formação é o investidor anjo. Em geral, os investidores anjo são pessoas físicas, com elevado patrimônio, que já tiveram sucesso em seu próprio empreendimento ou são executivos experientes (HARRISON; MASON, 2010). Eles aportam recursos num estágio inicial, no qual as empresas ainda não têm tamanho suficiente para despertar interesse dos fundos de capital de risco. Em troca do investimento, o investidor anjo recebe uma participação societária na empresa apoiada. Além dos recursos aportados, os investidores também cumprem um papel fundamental atuando como mentores das empresas investidas, contribuindo com expertise estratégica e operacional, além de compartilhar uma rica rede de relacionamentos pessoais (HARRISSON; MASON, 2010).

As pesquisas sobre anjos apontam uma diversidade de tipos de investidores. Mason (2006) identificou três tipos: anjos ativos, latentes e virgens. Os anjos ativos possuem grande experiência e procuram novas oportunidades continuamente. Já os anjos latentes possuem experiência, mas não realizaram nenhum investimento nos últimos três anos. Por fim, os anjos virgens são pessoas interessadas em investir, mas que ainda não o fizeram. Coveney e Moore (1998) classificam os anjos de forma diversa, baseado no nível de atividade empresarial e intensidade dos investimentos. Os anjos empreendedores são aqueles investidores experientes, com elevado patrimônio e portfólio grande de startups investidas. A satisfação pessoal é sua maior motivação de investimento e um critério importante de seleção é a personalidade dos empreendedores. Os anjos rentistas têm menos patrimônio, não são tão ativos e são menos motivados pelo prazer do investimento, além disso, tendem a investir em indústrias que possuem mais familiaridade. Anjos maximizadores de riqueza são geralmente investidores que construíram seu próprio patrimônio, e possuem motivação principal no retorno financeiro que as startups podem gerar.

Os investidores anjo podem investir individualmente ou através de redes ou grupos de investidores. A formação de grupos de investidores teve início nos Estados Unidos em meados dos anos 1990 e mais recentemente essa categoria tem se difundido para outras partes do mundo (OECD, 2011). Os grupos de anjos, que reúnem os recursos e conhecimentos de seus membros, podem superar limitações associadas ao investimento realizado de forma individual. Por meio dos grupos os anjos conseguem diluir o risco de seus investimentos, têm

acesso a uma gama maior oportunidades para investimento, e podem identificar parceiros para investimento (OECD, 2011). A utilização de competências complementares também é relevante para as empresas investidas, que passam a ter suporte e acesso à rede de relacionamento de todo grupo de investimento. A diluição de risco possibilitada pelo investimento coletivo é ainda mais relevante para países emergentes e ainda com baixa tradição nesta forma de investimento.

Em geral, os investidores anjo e grupos de investidores aplicam seus recursos próximo ao local onde residem (SOHL, 1999). Um estudo conduzido no Reino Unido mostra que 76% dos investimentos ocorrem localmente e 24% ocorrem em longas distâncias (HARRISON; MASON; ROBSON, 2010). Fatores comportamentais reforçam esse aspecto, já que os investidores aportam além de recursos financeiros, experiência e *know-how* à empresa investida, e essa transferência de conhecimento se dá de forma mais facilitada se a convivência é próxima.

Além disso, como os investidores anjo investem seu próprio capital, eles enfrentam menos limitações e exigências que os fundos e aceleradoras que são motivados por objetivos puramente financeiros de gerar retorno aos investidores. Os anjos, além do aspecto financeiro, muitas vezes investem por razões pessoais, seja porque sentem falta do processo de empreender ou porque esperam poder contribuir para o desenvolvimento da comunidade local (IBRAHIM, 2008). Frequentemente os anjos aceitam assumir maiores riscos ou aceitar menores retornos se o empreendedor está envolvido e comprometido a criar empregos e renda na própria comunidade (SOHL, 1999). Muitas vezes eles sentem uma obrigação de ter que compartilhar sua experiência para que a nova geração de empreendedores possa ter sucesso (RAMADANI, 2009). Esse aspecto altruísta pode impactar também nos tipos de empreendimentos apoiados, favorecendo investimentos socialmente e ambientalmente responsáveis. O fato de que os anjos são gestores dos próprios recursos e tendem a apresentar um horizonte de investimento mais longo que os outros investidores possibilita que eles experimentem mais e sejam mais tolerantes a falhas características dos empreendedores nascentes (DUTTA; FOLTA, 2016).

Diferentemente das outras configurações de investidores como os fundos e as corporações, os anjos tendem a adotar modelos de governança mais informais e que possibilitem um controle mais flexível sobre as startups investidas. Eles se amparam mais em aspectos relacionais do que contratuais para reduzir o conflito de interesse entre empreendedores e investidor (IBRAHIM, 2008; DUTTA; FOLTA, 2016). A sequência do

processo de investimento, iniciando na prospecção de oportunidades e finalizando com a liquidação da sua participação na empresa, é muito similar ao modelo utilizado pelos gestores de fundos de *venture capital*. No entanto, as etapas são menos sofisticadas e com menos atividades para mitigação de riscos, características da fase de diligência (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

A decisão de investir seus próprios recursos e menos formalidade no processo fazem com que a decisão sobre o investimento seja geralmente mais rápida do que as outras fontes de *smart money*⁴ (FREEAR; SOHL; WETZEL, 1995). O estudo realizado por Mason e Harrison (1996) demonstrou que grande parte das negociações leva menos de um mês para se concretizar e raramente se estendem mais de três meses. Segundo informações de Sohl (2018), nos Estados Unidos, o valor médio do investimento anjo nas startups, em 2017, foi de US\$388.860,00⁵, com acréscimo de 17,8% em relação ao ano anterior.

2.2.2 Aceleradoras

Segundo Cohen e Hochberg (2014), as aceleradoras realizam programas de curta duração que ajudam os empreendedores na construção de seus produtos, e na identificação de segmentos de clientes, além de auxiliar na obtenção dos recursos necessários para acelerar seu desempenho. Durante um período médio de 3 a 4 meses, as aceleradoras oferecem mentoria, capacitação e uma ampla rede de relacionamento a um grupo determinado de empresas aprovado a participar do programa. Além disso, programas de aceleração geralmente oferecem um local compartilhado para que as empresas trabalhem. Muitos programas de aceleração também envolvem investimento financeiro em troca de participação acionária nas empresas. De forma geral, o final do programa culmina em um evento de *pitchs*, no qual o grupo apresenta suas startups para um público selecionado de investidores. Na prática, os programas de aceleração combinam uma série de serviços de alto custo para que os empreendedores encontrem e contratem individualmente, agregando atividades e recursos como: capital semente, mentorias com empreendedores de sucesso e executivos, consultorias, espaço trabalho coletivo, busca e apresentação para investidores, exposição comercial e

⁴ Smart Money é um termo utilizado para descrever os investidores que não aportam somente capital nas startups, mas também agregam ao negócio com seu conhecimento, experiência e rede de relacionamento (BACCARINI, 2017).

⁵ Valor equivalente a R\$ 1.567.144,69, convertido utilizando-se taxa cambial vigente em 31 de dezembro de 2019, de 4,0301 reais por dólar.

construção de rede de relacionamentos. A equipe da aceleradora costuma realizar encontros semanais com os empreendedores para acompanhamento do desempenho alcançado, além de promover seminários frequentes com empreendedores experientes e especialistas em marketing, desenvolvimento de produtos, finanças, aspectos legais e tributários, entre outros temas (COHEN; HOCHBERG, 2014).

A trajetória das aceleradoras tem seu início no ano de 2005, quando foi criado o primeiro programa de aceleração pela Y Combinator, fundada pelo empreendedor Paul Graham na cidade de Cambridge, Massachusetts, mas que logo em seguida se transferiria para o Vale do Silício. O sucesso da primeira aceleradora foi surpreendente e rapidamente serviu de inspiração para outras iniciativas semelhantes. Em 2007, David Cohen e Brad Feld, dois investidores de startups, criaram a aceleradora TechStars com o objetivo de desenvolver o ecossistema empreendedor de Boulder, no Colorado. Techstars adaptou várias características observadas na Y Combinator, e adicionou o uso intenso de mentorias realizadas por empreendedores e investidores da região (HALLEN; BINGHAM; COHEN, 2016). Atualmente, as aceleradoras já estão presentes em todos os continentes. Dados do *Global Accelerator Report* (GUST, 2016) indicam que os 579 programas de aceleração mundiais já investiram em 11.305 startups.

O forte crescimento das aceleradoras foi facilitado pela redução significativa dos custos de desenvolvimento e validação de produtos digitais na última década, o que impactou no investimento mínimo necessário para criar novas empresas de software (HOCHBERG, 2016). No início, as aceleradoras possuíam caráter mais generalista, mas com a profissionalização e difusão, diversos programas de aceleração adotaram modelo com foco em alguma vertical industrial específica, geralmente caracterizada por conhecimento especializado ou por forte aspecto regulatório. Como exemplos, pode-se citar a Surge (Houston), com foco em startups de energia, a Kaplan EdTech (Nova Iorque), com foco em startups educacionais e a Healthbox (Chicago e Boston), com direcionamento para aceleração de empresas relacionadas a saúde (COHEN; HOCHBERG, 2014). Ao observar o portfólio das empresas aceleradas, pode-se identificar que tanto as aceleradoras generalistas como as especialistas compartilham uma tendência em apoiar startups de software e de serviços baseados na internet (HOCHBERG, 2016).

Pauwels *et al.* (2016) indicam a existência de três principais tipos de aceleradoras. *Ecosystem builders* são aceleradoras que, geralmente, são criadas por corporações para auxiliar na criação de um ecossistema empreendedor no entorno da companhia. Empresas

como Microsoft e Accenture utilizam aceleradoras para ampliar sua rede, conectando seus clientes com startups. *Deal-flow makers* são aceleradoras que recebem capital de outros investidores como anjos, corporações e fundos. Sua principal atribuição é de identificar startups promissoras para estes investidores. Já as aceleradoras *Welfare Stimulators* são fortemente apoiadas por agências governamentais e seu principal objetivo é estimular a geração de startups para gerar crescimento econômico em uma determinada região.

De acordo com Cohen e Hochberg (2014), a participação de uma startup em um programa de aceleração não necessariamente significa manter a empresa viva, mas sim acelerar seu ciclo de desenvolvimento, podendo resultar em um crescimento rápido ou falha rápida. Acelerar a identificação de que uma solução não é ideal para o mercado também é importante para os empreendedores, já que estes podem voltar seus esforços a uma nova ideia mais rapidamente. Ao participar das turmas de aceleração, os empreendedores desenvolvem um senso maior do que deve ser feito, como fazer e de quanto esforço e recursos deve dedicar às atividades (HALLEN; BINGHAM; COHEN, 2016).

Poucos estudos avaliam o impacto das aceleradoras no desempenho das startups (HALLEN; BINGHAM; COHEN, 2016; SMITH; HANNIGAN, 2015). Um destes é o trabalho realizado por Hallen, Bingham e Cohen (2016). Ao comparar empresas aceleradas e não aceleradas, os dados apontam que muitos programas de aceleração de fato aceleram a velocidade com que as startups atingem suas metas, incluindo o tempo necessário para atração de novos investidores e velocidade de captação de clientes. Smith e Hannigan (2015) avaliaram startups que passaram por programas de aceleração de duas das principais aceleradoras americanas com startups que receberam aporte de investidores anjo, mas não foram aceleradas. O estudo conclui que o processo de aceleração realmente reduz o período de tempo que as empresas levam para receber novas rodadas de investimento ou para serem vendidas para outras empresas.

2.2.3 Corporate Venture Capital

O *Corporate Venture Capital* (CVC)⁶ é a prática adotada por corporações para adquirir participação acionária em startups e empresas de base tecnológica (CHESBROUGH, 2002; DROVER *et al.*, 2017). O início do CVC ocorreu nos Estados Unidos no começo da década de 60. Ao longo dos anos essa modalidade passou por diversos ciclos de crescimento e retração, mas atingiu seu auge em 2017 com a participação corporativa em capital de risco tendo alcançado 16% de todas transações ocorridas no mercado americano segundo dados da *National Venture Capital Association* (2018).

As grandes empresas desenvolvem iniciativas de CVC em geral por motivações tanto financeiras quanto estratégicas, ao contrário dos demais investidores de capital de risco cujo objetivo é puramente financeiro (CHESBROUGH, 2002; DUSHNITSKY, 2006; MACMILLAN *et al.*, 2008). Assim como os demais investidores, os programas de CVC também buscam retorno financeiro por meio da venda de participação societária nas empresas investidas, seja através de IPOs ou aquisição por parte de outras empresas. No entanto, existem diversas outras razões estratégicas que fazem com que as corporações busquem se associar com as pequenas empresas nascentes. As corporações com visão estratégica enxergam o desenvolvimento de programas de CVC como forma de conduzir atividades de PD&I externamente, internalizando novas tecnologias e produtos, identificando novas ideias e modelos de negócio, e acelerando a entrada em novos mercados (CHESBROUGH, 2002; DUSHNITSKY, 2006; KEIL; ZAHRA; MAULA, 2004; MACMILLAN *et al.*, 2008). Investimentos estratégicos são feitos para aumentar a competitividade da própria corporação, identificando e explorando possíveis sinergias entre ela própria e as startups (CHESBROUGH, 2002).

De fato, diversos estudos sugerem que programas de CVC tornam as atividades internas de inovação mais produtivas, gerando valor para as corporações ao viabilizar acesso a novas tecnologias e modelos de negócio (DUSHNITSKY; LENOX, 2005, 2006; KEIL *et al.*, 2008). A parceria entre investidora e investida possibilita a cada uma acesso aos recursos da parceira (DUSHNITSKY; SHAVER, 2009), aumentando o fluxo e variedade de conhecimento disponível para as firmas que trabalharem ativamente monitorando e auxiliando no desenvolvimento dos novos empreendimentos. As empresas que ao longo do tempo

⁶ No Brasil, o investimento em startups realizado por grandes empresas também é conhecido pelo termo Capital de Risco Corporativo. No entanto, é mais usual a utilização da nomenclatura em inglês.

conseguem construir portfólios diversificados de investidas ganham acesso à uma grande base de novos conhecimentos que podem ser recombinaados entre si e com recursos da própria corporação para gerar soluções inovadoras (WADHWA; PHELPS; KOTHA, 2016).

Já as startups se beneficiam ao obter ativos complementares importantes de seu investidor, incluindo expertise e infraestrutura para desenvolvimento de novos produtos, além de apoio em áreas estratégicas como jurídico, marketing, vendas e atendimento ao cliente. No entanto, em geral, as startups têm poucos recursos e tempo de existência, ainda não tendo desenvolvido os ativos complementares necessários para seu crescimento acelerado. Ao receber capital de CVC, os empreendedores recebem, além do dinheiro em si, acesso a estes ativos que auxiliam no desenvolvimento de seu potencial inovador (DUSHNITSKY; LENOX, 2005; KATILA; ROSENBERGER; EISENHARDT, 2008; PARK; STEENSMA, 2012). Além disso, o aporte de capital de uma grande empresa também possibilita que as startups tenham acesso um amplo conhecimento de mercado, rica rede de relacionamento e acesso a novos consumidores. O *know-how* superior e maior disponibilidade de recursos estratégicos possibilitam que as corporações tenham um desempenho superior em auxiliar no desenvolvimento de novos produtos, tecnologias e mercados das startups (CHEMMANUR; LOUTSKINA; TIAN, 2014; DROVER *et al.*, 2017). Quanto maior for a complementaridade tecnológica entre investidora e investida, maior a possibilidade que o conhecimento da investidora cause impactos positivos no desempenho inovador da investida.

Estudos mostram que as startups que recebem aporte de capital de programas de CVC têm desempenho econômico pelo menos tão bom quanto as startups que recebem aporte de outros tipos de investidores (DROVER *et al.*, 2017). Nos casos em que os empreendedores conseguem aproveitar os ativos complementares das investidoras seu desempenho inovador é melhor, superando a performance de empresas que recebem outras formas de capital (ALVAREZ-GARRIDO; DUSHNITSKY, 2016; CHEMMANUR; LOUTSKINA; TIAN, 2014). Algumas características do CVC fazem com que sejam instrumentos mais propícios ao fomento da inovação ao possibilitar que invistam e ajudem no desenvolvimento de empreendimentos de maior risco. Como os investimentos corporativos tem componentes estratégicos além do financeiro, isso possibilita que sejam mais abertos à experimentação e a falhas do que outros tipos de investidores (CHEMMANUR; LOUTSKINA; TIAN, 2014).

Apesar dos aspectos positivos, o investimento de grandes empresas também pode ocasionar resultados negativos para os novos empreendimentos. Ao realizar esse tipo de programa, as corporações estão interessadas em maximizar o seu próprio valor e algumas

vezes esse objetivo pode ser conflitante com o interesse das startups. Conflito ocorre em especial quando o mercado alvo das duas empresas é próximo, com a investidora comercializando produtos que são concorrentes à solução proposta pela startup (HELLMANN, 2002). Dushnitsky e Shaver (2009) argumentam que as corporações podem se apropriar da propriedade intelectual das novas empresas e imitar suas invenções. Sendo assim, a probabilidade das startups buscarem capital corporativo seria menor quanto mais fraco fosse o regime de proteção da propriedade intelectual e quando ambas empresas sejam competidoras em um mesmo ramo industrial.

Para mitigar os riscos de expropriação tecnológica por parte da empresa investidora, as startups implementam diversos mecanismos como: a limitação do tamanho da participação societária permitida, restrição quanto a indicação de diretores ou conselheiros para a empresa, e até mesmo a espera pela submissão de patente tecnológica antes da formalização do investimento com a corporação. Estes mecanismos apesar de oferecerem um certo grau de proteção aos recursos da startup, também restringem a capacidade de colaboração e aprendizado entre investidor e investida (MAULA; AUTIO; MURRAY, 2009).

2.2.4 Plataformas de *crowdfunding*

O *crowdfunding*⁷ é uma forma como negócios e organizações captam capital como forma de doação ou investimento de um grande grupo de pessoas (MOLLICK, 2014; STANKO; HENARD, 2016). Essa nova maneira de angariar recursos surgiu de forma organizada depois da crise financeira de 2008, devido à maior dificuldade dos empreendedores em financiar seus negócios com a restrição de crédito que seguiu este período. Em menos de uma década, o *crowdfunding* se difundiu pelos países industrializados e vem ganhando uma atenção crescente nos países em desenvolvimento (WORLD BANK, 2013). Mollick (2014, p. 2) define *crowdfunding* da seguinte forma:

Crowdfunding refers to the efforts by entrepreneurial individuals and groups – cultural, social and for-profit – to fund their ventures by drawing on relatively small contributions from a relatively large number of individuals using the internet, without standard financial intermediaries (MOLLICK, 2014, p. 02).

⁷ O *crowdfunding* também é conhecido no Brasil pelo termo financiamento coletivo. No entanto, é mais usual a utilização do termo em inglês.

O surgimento dessa forma de captação é inspirado em diversos conceitos como microfinanciamento (MORDUCH 1999), inovação aberta (CHESBROUGH, 2003) e *crowdsourcing* (POETZ; SCHREIER, 2012). A rápida evolução dessa nova forma de financiamento foi possibilitada pela difusão e adoção da tecnologia da informação e internet, possibilitando a conexão de milhões de empreendedores e investidores. Além disso, a aceitação geral das redes sociais permite que pessoas desconhecidas interajam e construam relações de confiança, mesmo à distância (WORLD BANK, 2013).

A principal plataforma mundial de *crowdfunding*, Kickstarter, foi criada em Nova Iorque em 2008 e já ajudou a financiar mais de 150 mil projetos. Um dos maiores exemplos de produtos financiados desta forma foi o Oculus Rift, um aparelho de realidade virtual que angariou 2,4 milhões⁸ de dólares via campanha online realizada em 2012. Em 2014 a empresa Oculus VR foi adquirida pelo Facebook por dois bilhões⁹ de dólares (STANKO; HENARD, 2016).

O *crowdfunding* se difere das outras modalidades de financiamento, pois o relacionamento entre financiador e financiado varia de acordo com a modalidade da campanha e plataforma adotada. Pode-se identificar três principais formas de *crowdfunding* utilizadas pelos empreendedores. O primeiro modelo é de empréstimo, pelo qual os recursos são captados como financiamento com a expectativa que os recursos voltem aos investidores com alguma taxa de retorno acordada. O segundo modelo é o baseado em recompensa. Neste formato, os financiadores recebem algum benefício não monetário como receber produtos em desenvolvimento antes do lançamento no mercado ou em condições especiais. O terceiro modelo é de investimento, neste formato, os financiadores recebem participação acionária na empresa apoiada via plataforma. Esta última modalidade somente foi regulamentada no Brasil pela Comissão de Valores Mobiliários em julho de 2017 (CVM, 2017). Enquanto as campanhas baseadas em empréstimos geram a maior parte da movimentação financeira, são os formatos de recompensa e participação que atraem mais interesse em relação a sua implicação para a inovação (STANKO; HENARD, 2016, 2017).

O *crowdfunding* vem se tornando cada vez mais uma ferramenta importante de captação de recursos para empresas nascentes. Dados da consultoria Beauhurst (2018) indicam que no Reino Unido, em 2018, aproximadamente 23% de todos os aportes de capital

⁸ Valor equivalente a R\$ 9.672.240,00, convertido utilizando-se taxa cambial vigente em 31 de dezembro de 2019, de 4,0301 reais por dólar.

⁹ Valor equivalente a R\$ 8.060.200.000,00, convertido utilizando-se taxa cambial vigente em 31 de dezembro de 2019, de 4,0301 reais por dólar

em startups foram oriundos das plataformas de *crowdfunding* de investimento. Visivelmente esse novo instrumento vem assumindo espaço das redes de anjos e fundos de capital de risco.

Vários autores citam diversas vantagens dessa modalidade sobre as formas precedentes de capital empreendedor (AGRAWAL; CATALANI; GOLDFARB, 2011; GERBER; HUI; KUO, 2012; MOLLICK, 2014; VULKAN; ASTEBRO; SIERRA, 2016; WORLD BANK, 2013). A centralização da informação sobre diversas oportunidades de investimento facilita o fluxo de informação entre empreendedores nascentes e potenciais investidores de uma forma muito mais rápida e abrangente do que antes (WORLD BANK, 2013). O *crowdfunding* também ajuda a mitigar os efeitos negativos da clusterização dos investimentos que caracteriza o capital de risco, já que existe uma dispersão geográfica significativa dos investidores. Estas campanhas são uma oportunidade para empreendedores de regiões periféricas, dada a típica concentração geográfica do capital empreendedor (AGRAWAL; CATALANI; GOLDFARB, 2011; MOLLICK, 2014; VULKAN; ASTEBRO; SIERRA, 2016). As campanhas também possibilitam que projetos nascentes consigam benefícios de marketing e de cobertura de mídia antes mesmo que os produtos sejam lançados comercialmente. Casos como o do relógio Pebble demonstram o potencial de exposição de marca que essas campanhas representam (MOLLICK, 2014; WORLD BANK, 2013). Além disso, o modelo de pré-venda comumente utilizado possibilita que as empresas testem a demanda pelos seus produtos e serviços antes mesmo de finalizarem o desenvolvimento (GERBER; HUI; KUO, 2012). É uma forma de reduzir o risco de empreender, já que o compromisso de entregar os produtos ou serviços só ocorre se de fato a meta de captação financeira for atingida (STANKO; HENARD, 2016).

O papel dos financiadores é central para entender o papel do *crowdfunding* sobre a inovação. Muitos clientes e financiadores são muito engajados nas plataformas e acabam atuando tanto como evangelistas dos produtos, quanto fornecendo opiniões, ideias de design e críticas, que auxiliam no desenvolvimento e melhoria da proposta. Estudos indicam que quanto maior o número de apoiadores, mais rica a contribuição coletiva na melhoria da solução proposta e maior a chance de sucesso mercadológico (STANKO; HENARD, 2016; 2017). A quantidade de financiadores é mais importante que a quantidade de recursos captados (STANKO; HENARD 2017).

Empreendedores que passam por este processo de captação precisam desenvolver habilidades de marketing e de relacionamento com os financiadores para que a campanha tenha sucesso. Para muitos empreendedores, esse conjunto de habilidades precisa ser

totalmente desenvolvido, pois não são habilidades normalmente necessárias nas fases iniciais de pesquisa e desenvolvimento (STANKO; HENARD, 2016).

Os investidores anjos e as aceleradoras possibilitam às startups a ampliação da rede de relacionamentos, conhecimento da indústria e reputação (HSU, 2004). Já as plataformas de *crowdfunding* atraem uma multidão de investidores não profissionais, que dificilmente trarão para a empresa esse tipo de benefício (AGRAWAL; CATALANI; GOLDFARB, 2014).

Para os financiadores, um problema é que os empreendedores normalmente são poucos experientes em desenvolver produtos, realizar a gestão da produção, negociar com distintos fornecedores e montar a logística de distribuição. Em um estudo das categorias de design e tecnologia da plataforma Kickstarter, que analisou 247 projetos que obtiveram os recursos pleiteados, mais de 50% deles entregou os produtos com atraso e o tempo médio de atraso foi superior a dois meses (MOLLICK, 2014). Em geral, os atrasos são acompanhados de margens menores do que previstas pelos empreendedores, já que as estimativas iniciais de custos com desenvolvimento, produção e logística são subestimados (AGRAWAL; CATALANI; GOLDFARB, 2014; STANKO; HENARD, 2017).

O *crowdfunding* atua como um substituto às formas mais tradicionais de capital de risco, em especial nas fases iniciais da atividade empreendedora, e isso pode causar um impacto na mudança de perfil dos investidores profissionais, que podem vir a reduzir os recursos investidos como capital semente em favor do investimento em startups mais maduras (D'AMBROSIO; GIANFRATE, 2016). Essa nova forma de investimento é útil e cada vez mais utilizada por investidores anjo e capitalistas de risco como uma forma de garantir que realmente existe interesse do mercado por produtos e serviços de ofertados por startups de seu interesse. O desempenho de campanhas possibilita que os investidores avaliem de forma mais eficiente o potencial de desempenho de algum projeto. Os diversos tipos de investidores podem usar as plataformas para ampliar a captação de novos projetos, melhorar a comunicação com potenciais empreendedores de interesse e reduzir prazos de negociação de investimento (WORLD BANK, 2013). No entanto, ainda não é consenso na literatura de que forma o *crowdfunding* vai substituir ou complementar outras formas de investimento, já que outros investidores, além de recursos, trazem aconselhamento, prestígio e governança (MOLLICK, 2014).

2.2.5 Fundos de capital de risco

Gompers e Lerner (2001) descrevem a evolução histórica do capital de risco, que teve seu início em 1946 com a criação da American Research and Development Corporation (ARDC), considerada a primeira gestora de capital de risco, cujo foco de investimento foi em empresas nascentes que desenvolveram novas tecnologias para a Segunda Guerra Mundial. Nesta época os investidores institucionais demonstraram pouco interesse neste tipo de investimento, citando o elevado risco e retornos ainda não consolidados. Novas gestoras surgiram ao longo das décadas seguintes, mas o crescimento mais expressivo ocorreu ao longo dos anos 1980 e 1990, com o capital de risco exercendo papel fundamental no desenvolvimento de grandes ícones tecnológicos como Apple Computer, Cisco Systems, Genentech, Microsoft e Sun Microsystems.

Os fundos de capital de risco são formas muito conhecidas de financiar startups, apesar de investirem em uma parcela muito pequena destas. Diferentemente dos investidores anjo e do CVC, os gestores de fundos de capital de risco não investem seus próprios recursos financeiros. Eles atuam como intermediários, angariando capital com investidores institucionais (fundos de pensão, bancos de fomento), buscando gerar elevados retornos a estes investidores aplicando o valor em grupos de empresas inovadoras. (BERGER; UDELL, 1998; DROVER *et al.*, 2017; GOMPERS; LERNER, 2001). Em geral, o grupo de investidores aporta recursos em fundos de investimento com duração definida, que chegam a 10 anos de duração (BERGER; UDELL, 1998; METRICK; YASUDA 2011). As gestoras costumam ter sob sua gestão concomitantemente diferentes fundos, lançando novo instrumento a cada período de três a cinco anos. Ao longo dos primeiros anos, a gestão se dedica em encontrar oportunidades e formalizar os investimentos nas empresas selecionadas. Depois da formação do portfólio, a principal dedicação do gestor é no monitoramento das investidas, atuando ativamente para auxiliar a gestão das empresas e, no fim, seu papel passa a ser de encontrar algum comprador estratégico ou encaminhar a empresa para a realização de uma oferta de ações (METRICK; YASUDA, 2011).

Esse papel de intermediário faz com que os gestores tenham de enfrentar pressão para obter resultados no curto prazo com a saída exitosa dos investimentos (ARTHURS *et al.*, 2008) e precisam sinalizar que estão minimizando o risco através de contínuo monitoramento e instrumentos contratuais adequados com as empresas investidas (BRUTON *et al.*, 2010).

Estes fundos investem principalmente em empresas em estágio de desenvolvimento intermediário, avançando cada vez mais para investimentos maiores e em estágios mais avançados (DROVER *et al.*, 2017). Os fundos tendem a investir depois dos produtos ou serviços já terem sido desenvolvidos e testados no mercado, financiando principalmente o crescimento da produção e atividades de marketing para ganho de escala (BERGER; UDELL, 1998). Na maioria dos casos, empresas que recebem estes investimentos já receberam anteriormente aporte de investidores anjo ou outros.

Os fundos de capital de risco são tradicionalmente subdivididos em duas categorias principais – *Venture Capital* e *Private Equity*. Os fundos de *Venture Capital* são direcionados para empresas nos seus estágios iniciais de desenvolvimento, enquanto os fundos de *Private Equity* são voltados para empresas mais maduras (MEIRELLES; PIMENTA JUNIOR; REBELATTO, 2008). Outra forma comum de classificação utilizada pelo mercado é separação em séries ou rodadas, de acordo com o tamanho médio do investimento realizado: (i) Fundos de capital semente são tipicamente os primeiros investidores institucionais a investir nas empresas. O aporte médio mundial por transação realizada por estes fundos atingiu um milhão de dólares¹⁰ em 2018 (KPMG, 2019); (ii) Fundos Série A são uteis para otimizar o produto e a base de clientes. O valor médio mundial do investimento chegou a sete milhões e meio de dólares¹¹ (KPMG, 2019); (iii) Fundos Série B são focados em ganho de escala e expansão geográfica das operações. O valor médio investido em 2018 foi de 17 milhões de dólares¹² (KPMG, 2019); (iii) Fundos Série C,D e seguintes são focados na expansão das empresas tanto no mercado nacional quanto internacional, além de possibilitar a expansão das operações por meio de aquisições de concorrentes e outros negócios. O valor médio investido em 2018 por fundos Série C e Série D (em diante) foi de 30,1 e 50 milhões de dólares¹³ respectivamente (KPMG, 2019). Ao longo dos anos há uma tendência clara no mercado de aumento no valor médio dos investimentos por rodada, que pode ser observado na figura 3.

Para Chemmanur, Krishnan e Nandy (2011), o principal aspecto de eficiência trazida pelos fundos às empresas investidas é a melhoria de performance comercial com acréscimo

¹⁰ Valor equivalente a R\$ 4.030.100,00, convertido utilizando-se taxa cambial vigente em 31 de dezembro de 2019, de 4,0301 reais por dólar.

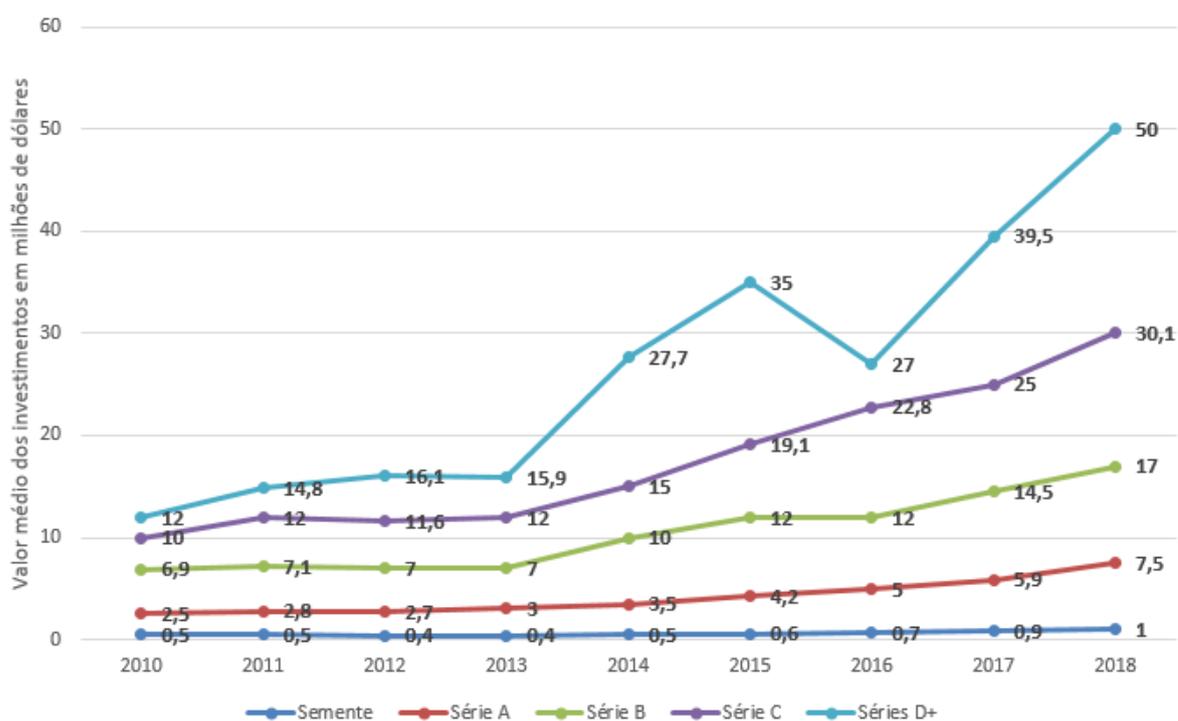
¹¹ Valor equivalente a R\$ 30.225.750,00, convertido utilizando-se taxa cambial vigente em 31 de dezembro de 2019, de 4,0301 reais por dólar.

¹² Valor equivalente a R\$ 68.511.700,00, convertido utilizando-se taxa cambial vigente em 31 de dezembro de 2019, de 4,0301 reais por dólar.

¹³ Valor entre R\$ 121.306.010,00 e R\$ 201.505.000,00, convertidos utilizando-se taxa cambial vigente em 31 de dezembro de 2019, de 4,0301 reais por dólar.

nas vendas. Hellmann e Puri (2000) associam a presença dos capitalistas de risco a uma aceleração no lançamento de novos produtos no mercado. Os fundos também proporcionam maior expertise para a gestão (BAUM; SILVERMAN, 2004; BERGER; UDELL, 1998), além de trazerem mais credibilidade para a investida, facilitando a obtenção de outros recursos necessários (MEGGINSON; WEISS, 1991). Gorman e Sahlman (1989) apontam que os fundos contribuem para as empresas investidas por meio de suporte estratégico e operacional, profissionalização da gestão e acesso à sua rede de relacionamento. A pesquisa de Sapienza, Manigart e Vermeir (1996) confirma que os gestores percebem seu envolvimento estratégico como sendo seu papel mais importante, seguido de suas atribuições interpessoais de relacionamento como mentor dos empreendedores e finalmente sua função de fomentar a criação de uma rede de relacionamento com outros profissionais e empresas. Hellmann e Puri (2002) demonstraram que os fundos ajudam a profissionalizar a gestão das empresas investidas. Os resultados também indicam que empresas que receberam essa modalidade de aporte substituem mais rapidamente os fundadores originais por gestores profissionais; além disso, os gestores auxiliam na estruturação de políticas de incentivo e recursos humanos. Chemmanur, Krishnan e Nandy (2011) corroboram com o estudo, demonstrando que o investimento tende a aumentar o nível de qualificação da equipe das investidas.

Figura 3: Investimento Médio por Classificação de Fundos em Séries



Fonte: Elaborado pelo autor com base em KPMG (2019)

Alguns trabalhos comparam os investidores anjos com fundos de investimento (CHEMMANUR; CHEN, 2014; FAIRCHILD, 2011; WRIGHT; ROBBIE, 1998). Nesse sentido, Fairchild (2011) aponta que a relação entre fundos e empresas investidas não é tão próxima, empática e baseada na confiança como a relação existente entre investidores anjo e as startups. Os investidores formais normalmente definem metas mais difíceis e empenham maiores esforços no monitoramento e apoio às empresas investidas do que os anjos (WRIGHT; ROBBIE, 1998). Essa maior habilidade dos fundos em dar o suporte necessário para as startups faz com que os fundos concentrem seus investimentos em indústrias tecnologicamente sofisticadas, nas quais seu *know-how* pode causar maior impacto. Já os investidores informais, como os anjos, que apresentam menos expertise, tendem a financiar projetos de setores menos intensivos em conhecimento (CHEMMANUR; CHEN, 2014; WRIGHT; ROBBIE, 1998).

Os estudos já realizados concluem que os gestores de capital de risco são capazes tanto de identificar empresas de maior qualidade, selecionando projetos com maior chance de sucesso, mas também agregam valor com seu aconselhamento e monitoramento pós-investimento. Ou seja, o desempenho do portfólio tem origem tanto na capacidade de se escolher vencedores, quanto na habilidade em auxiliar a administração depois do aporte. (BAUM; SILVERMAN, 2004; CHEMMANUR; KRISHNAN; NANDY, 2011).

Empreendedores do mundo todo submetem anualmente milhares de planos de negócio aos gestores de fundos de capital de risco, no entanto uma parcela muito pequena de fato é selecionada para receber o capital desejado. Ao selecionar em quais empresas os gestores irão investir, diversos fatores são levados em consideração. Petty e Gruber (2011), resumiram a literatura e indicam que são levados em consideração principalmente os seguintes critérios: (i) a experiência, formação e complementaridade da equipe de empreendedores, (ii) o tamanho do mercado e potencial de crescimento, (iii) a inovação e vantagem competitiva do produto ou serviço proposto, e (iv) o potencial de retorno e nível de risco do investimento. O mercado e solução proposta são considerados aspectos mais relevantes que a equipe, já que os fundos podem atrair gestores mais experientes.

Diversos estudos analisam os fundos sob a ótica da Teoria da Agência (GOMPERS, 1995; KAPLAN; STROMBERG, 2004; SAHLMAN, 1990; SAPIENZA; MANIGART; VERMEIR, 1996) Risco de agência pode ser definido aqui como o risco de que os empreendedores tomem decisões contrárias aos interesses dos fundos e seus investidores

(SAPIENZA; MANIGART; VERMEIR, 1996), já que estes podem focar em projetos com maior ganho pessoal, mas com baixo retorno monetário para os investidores (GOMPERS, 1995). Kaplan e Stromberg (2004) apontam que os gestores enfrentam quatro conflitos de agência: (i) o gestor se preocupa que o empreendedor não irá se esforçar para maximizar o investimento realizado nele; (ii) o empreendedor sabe mais sobre suas próprias qualidades e habilidades do que o fundo; (iii) em alguns momentos o gestor irá discordar empreendedor e desejará tomar alguma decisão; (iv) há o receio que os fundadores possam abandonar o projeto, quando estes são tecnicamente importantes para a empresa. Já Gompers (1995), identifica dois custos de agência: (i) o risco de que o empreendedor foque esforços em projetos com maior ganho pessoal, como reconhecimento, do que de retorno para os investidores; e (ii) o risco de que os fundadores, com maiores informações que os gestores, continuem investindo em algum produto ou serviço mesmo tendo conhecimento da baixa demanda ou outros problemas, evitando encerrar atividade da empresa.

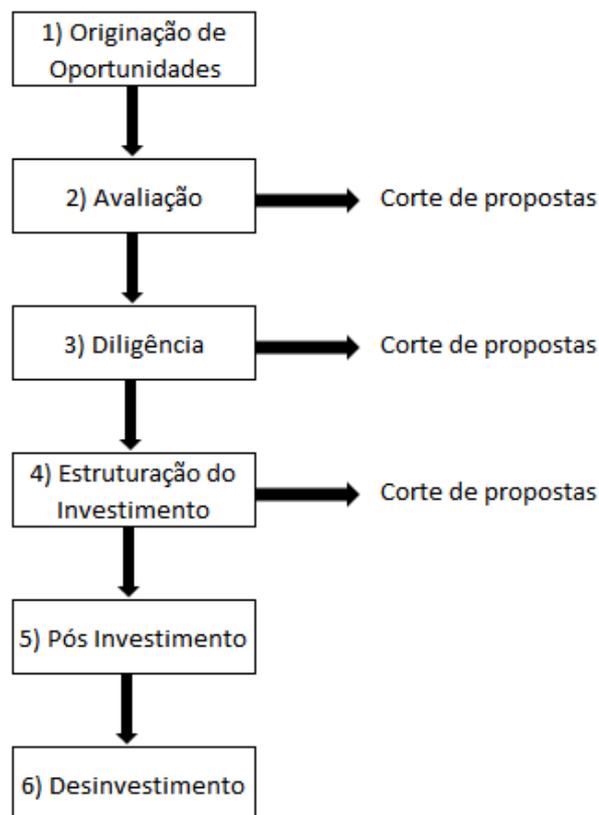
Os conflitos de agência podem ser mitigados com o monitoramento constante das empresas e com a utilização de mecanismos de controle e incentivo, aplicados aos acordos contratuais entre fundos e investidas (GOMPERS, 1995; SAHLMAN, 1990; SAPIENZA; MANIGART; VERMEIR, 1996) sendo que as características dos contratos dependem da extensão destes conflitos (KAPLAN; STROMBERG, 2004). A literatura explora as diversas formas de controle utilizadas: (i) aplicação de um criterioso processo de seleção (GOMPERS, 1995); (ii) o investimento realizado em etapas, de forma que a startup só receba novos aportes caso alcance as metas estipuladas (DROVER *et al.*, 2017; GOMPERS, 1995; SAHLMAN, 1990; TIAN, 2011); (iii) o uso de títulos conversíveis (GOMPERS, 1995; HELLMANN, 2006); (iv) investimento realizado em grupo com mais de um fundo com objetivo de diluir o risco e compartilhar informações (GOMPERS, 1995); (v) presença formal no conselho de administração (GOMPERS, 1995; LERNER, 1995); (vi) acordo de remuneração por performance com os empreendedores (GOMPERS, 1995); e (vii) uso de cláusulas de *vesting*, fazendo com que o empreendedor não possa sair da empresa durante determinado período de tempo, sob pena de perder suas cotas (GOMPERS, 1995).

2.3 O PROCESSO DE INVESTIMENTO DO CAPITAL DE RISCO

Esta subseção apresenta as etapas do processo de investimento utilizado pelos fundos de capital de risco. Estes estágios já foram analisados em diversos estudos (DE CLERCQ *et*

al., 2006; FRIED; HISRICH, 1994; TYEBJEE; BRUNO, 1984; WRIGHT; ROBBIE, 1998). Tyebjee e Bruno (1984) descrevem as atividades dos gestores em um processo composto por cinco etapas: (1) geração de oportunidades; (2) triagem de oportunidades; (3) avaliação das oportunidades; (4) estruturação dos investimentos; (5) atividades pós investimento. Fried e Hisrich (1994) propõe um modelo de seis estágios: (1) geração; (2) triagem específica da firma; (3) triagem genérica; (4) primeira fase de avaliação; (5) segunda fase de avaliação; e (6) fechamento. Já o modelo proposto por De Clercq *et al.* (2006), divide o processo de investimento em seis estágios: (1) geração de oportunidades; (2) triagem; (3) avaliação; (4) estruturação do negócio; (5) pós investimento; e (6) desinvestimento. A operacionalização do processo exige dedicação intensa de trabalho por parte da equipe dos fundos. Em média, são necessários três meses para que uma oportunidade passe pelas etapas iniciais até a definição pelo investimento (FRIED; HISRICH, 1994). A figura 4, representa as principais etapas do processo.

Figura 4 – Processo de Investimento



Fonte: Elaborado pelo autor com base em De Clercq *et al.* (2006), Fried e Hisrich (1994) e Tyebjee e Bruno (1984)

A primeira etapa, originação de oportunidades, corresponde ao esforço em captar o maior número possível de propostas interessantes de empresas com necessidade de capital. Para aumentar sua visibilidade e atrair atenção dos bons projetos, os gestores participam de eventos, convenções e desenvolvem relacionamento com ambientes de inovação. Estudo realizado por Tyebjee e Bruno (1984) indica que as oportunidades em potencial têm origem em três fontes: contato direto e sem intermediação dos empreendedores; indicação; e busca ativa por parte do gestor. Apesar de receberem muitas propostas que vem sem introdução de algum contato, os fundos raramente investem nestes projetos (DE CLERCQ *et al.*, 2006; FRIED; HISRICH, 1994). A maior parte dos investidores dedica esforços para desenvolver uma rede de relacionamento que possa indicar projetos interessantes e com potencial de gerar o retorno esperado. As indicações vêm de contatos como: advogados, contadores, bancos de investimento, consultores, executivos e amigos. Indicações tem maior probabilidade de serem aprovadas na fase de triagem, principalmente se o empreendedor não tiver uma história de sucesso como empreendedor (DE CLERCQ *et al.*, 2006).

A avaliação diz respeito ao processo de analisar criteriosamente os projetos recebidos, selecionando aqueles poucos com potencial de gerar elevado retorno. Como os fundos em geral tem equipes pequenas, e recebem um número anual considerável de propostas, há necessidade de aplicar critérios de filtragem para reduzir esse número a uma quantidade aceitável para seguir com uma avaliação aprofundada. Em geral, a filtragem inicial é baseada em critérios sobre tamanho de investimento, tecnologia e mercado de atuação da empresa, localização geográfica e estágio de desenvolvimento do negócio (FRIED; HISRICH, 1994; TYEBJEE; BRUNO, 1984). Os critérios refletem o alinhamento das propostas com as áreas de familiaridade dos fundos. Uma das características desta etapa é a realização de uma conversa pessoal entre os gestores e os empreendedores, que têm a oportunidade de apresentar sua proposta e são questionados sobre o plano. Grande parte das propostas é eliminada nesta rápida conversa (DE CLERCQ *et al.*, 2006).

As propostas que não tenham sido descartadas na avaliação passam para a fase de diligência. Na diligência o fundo aprofunda a análise na startup para avaliar o potencial de retorno e os riscos envolvidos em determinada proposta de investimento. Nesta etapa, coleta-se informações adicionais, entrevista-se gestores e clientes da empresa, checa-se o histórico de desenvolvimento, de forma a averiguar se o plano é realista e o potencial da empresa pode

ser alcançado (DE CLERCQ *et al.*, 2006). Com base em um estudo conduzido com 18¹⁴ fundos de *venture capital*, sediados nas regiões do Vale do Silício, Boston e Sudoeste dos Estados Unidos, os pesquisadores Fried e Hisrich (1994) montaram a tabela 1, que descreve as atividades realizadas pelos gestores durante a fase de avaliação. Os fundos foram questionados sobre a frequência com que se envolvem em cada atividade listada antes realizar um novo investimento. O estudo de Tyebjee e Bruno (1984) conclui que os fundos avaliam os negócios em potencial de acordo com quatro características básicas: (i) atratividade do mercado (tamanho e crescimento); (ii) diferenciação de produto (capacidade do empreendedor de criar produtos inovadores e com maior barreira de entrada); (iii) habilidades gerenciais dos fundadores; e (iv) resistência a ameaças do ambiente (resistir às pressões resultantes da mudança tecnológica, sensibilidade a condições econômicas, ou alta competitividade).

Tabela 1 – Atividades de Avaliação Realizadas pelos Gestores

Atividade	Com que frequência (%)
Entrevista com todos membros do time de gestão	100
Visita à empresa	100
Contato com antigos parceiros de negócios dos empreendedores	96
Contato com investidores existentes	96
Contato com clientes atuais	93
Contato com potenciais clientes	90
Investigação do valor de mercado de empresas comparáveis	86
Conversar informais com especialistas sobre o produto	84
Conduz revisão das demonstrações financeiras preparadas pela empresa	84
Contato com concorrentes	71
Contato com banco que a empresa opera	62
Pede opinião de gestores de outras empresas do portfólio	56
Contato com fornecedores	53
Pede opinião para outras gestoras	52
Contato com contador	47
Contato com advogado	44
Conduz pesquisa em dados secundários	40
Conduz pesquisa técnica formal sobre o produto	36
Realiza pesquisa de mercado formal	31

Fonte: Fried e Hisrich (1994, p. 33)

¹⁴ Apesar do pequeno tamanho da amostra, o trabalho de Fried e Hisrich (1994) é considerado um dos estudos seminais sobre o processo decisório dos investidores de *venture capital*.

O estudo realizado por Petty e Gruber (2011) aponta que aproximadamente 60% das propostas de investimento são recusadas nos dois primeiros meses e 92% são descartados em um período de até 6 meses. Somente menos de 10% das oportunidades chegam até o final da etapa de avaliação.

Depois de passar pela fase de avaliação, se o resultado for positivo, as partes entram em negociação para definir os termos contratuais do investimento. A negociação envolve a definição do montante a ser investido, valor atribuído à startup, participação do fundo na empresa e parcelas de liberação do recurso. Além dos aspectos financeiros, também são discutidas e acordadas nesta etapa as cláusulas de proteção e controle do fundo, que incluem: participação no conselho de administração; tipos de investimentos que necessitam de autorização; condições para substituição de executivos da companhia; direito de vender a empresa apesar da participação minoritária no negócio; entre outros. Como o processo de avaliação pode ser desgastante para ambas as partes, além de demorada, é comum realizar a negociação dos principais termos do negócio, antes mesmo da etapa de diligência. Assim as expectativas podem ser alinhadas e problemas evitados sem que haja em investimento grande na extensa avaliação da companhia e dos empreendedores. Essa negociação prévia gera um documento, chamado de *term sheet*, que serve como balizador para a construção do contrato de investimento (DE CLERCQ *et al.*, 2006).

Depois de realizar o primeiro aporte de capital, os gestores assumem duas funções relevantes: monitorar o desenvolvimento de empresa e atingimento das metas estabelecidas e gerar valor com aplicação de seu aconselhamento e conexões estratégicas com possíveis parceiros. A participação ativa do gestor permite que as startups se beneficiem de sua expertise, rede de contatos e reputação, que serve, muitas vezes, como uma certificação de qualidade para outros atores do ecossistema. A intensidade de participação e monitoramento depende das estratégias de cada gestor.

O processo termina quando o fundo liquida seu investimento na empresa através da conversão de sua participação em dinheiro. O desinvestimento em geral ocorre através da realização de oferta pública de ações (IPOs), venda estratégica para outra empresa, ou por meio da recompra da participação pelos próprios fundadores (WRIGHT; ROBBIE, 1998). Em caso de falência, os ativos são liquidados, credores pagos e saldo distribuído. Muitos fundos preferem a abertura de capital já que o mercado aberto tende a avaliar a empresa de forma mais favorável do que compradores estratégicos (DE CLERCQ *et al.*, 2006).

2.4 COINVESTIMENTO EM STARTUPS

Conforme explorado anteriormente, a literatura é extensa na caracterização das formas de financiamento de novas empresas (BERGER; UDELL, 1998; COHEN; HOCHBERG, 2014; DE CLERCQ *et al.*, 2006; DROVER *et al.*, 2017; DUSHNITSKY, 2006; GOMPERS; LERNER, 2001; HARRISON; MASON, 2010; MOLLICK, 2014), abordando aspectos como processo de investimento, critérios de decisão utilizados, efeitos sobre o desempenho econômico e de inovação das investidas, entre outros tópicos. Nos últimos anos houve um aumento expressivo nos trabalhos que focam em investimentos realizados pelas mesmas modalidades de investidores (intragrupos) e em parceria com mecanismo de investimentos distintos (intergrupos) (BONNET; WIRTZ, 2011; COLOMBO; SHAFI, 2016; DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; HARRISON; MASON, 2000; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015; HELLMANN; THIELE, 2015; MÖDL, 2018)

No entanto, permanecem escassos os estudos sobre investimentos realizados sequencialmente quando envolvem tipos diferentes de investidores. Em especial, pesquisas que avaliem de que forma os gestores de capital de risco reagem e avaliam startups que já receberam previamente recurso de alguma modalidade de capital semente. Nesta seção apresenta-se uma revisão dos estudos prévios sobre coinvestimento.

Destacou-se que os diversos atores que aportam capital em startups têm diferentes objetivos e desempenham papéis distintos ao longo do ciclo de desenvolvimento das empresas. Ao investirem conjuntamente, as particulares características dos financiadores podem tanto causar tensão e dificuldades para os envolvidos, como podem facilitar a obtenção de capital adicional e gerar benefícios adicionais aos empreendedores. A literatura, de certa forma, explora esses aspectos contrastando os aspectos positivos e negativos do coinvestimento (BONNET; WIRTZ, 2011; COLOMBO; SHAFI, 2016; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015; HELLMANN; THIELE, 2015).

Bonnet e Wirtz (2011) estudam o papel dos investidores anjos e dos gestores de capital de risco ao investirem, ressaltando suas diferenças cognitivas originadas pela diferença de origem, experiência e objetivos. Apesar de reconhecerem que a multiplicação dos investidores pode intensificar os conflitos de agência, eles defendem a complementaridade, já que os anjos podem atuar de forma a reduzir a lacuna cognitiva que existe entre fundos e empreendedores, considerando que os anjos apresentam características de ambos. A informalidade das ideias dos empreendedores pode ser “traduzida” para a linguagem formal dos fundos através do

papel de elo de ligação exercido pelos anjos. Bonnet e Wirtz (2012) ampliam seu trabalho anterior ao realizar um estudo de caso para avaliar essa interação, e reforçam o papel de interlocutor exercido pelos anjos ao facilitar a comunicação do potencial de negócio da startup para a linguagem financeira dos investidores formais. Bonnet, Wirtz e Haon (2013) avaliaram o efeito do coinvestimento entre anjo e gestores sobre o crescimento de 222 empresas francesas e concluíram que altas taxas de crescimento estão associadas ao coinvestimento dessas categorias.

Harrison e Mason (2000) estudam as complementaridades entre anjos e fundos no Reino Unido. Os autores apontam a existência de quatro tipos de complementaridades entre as modalidades: (i) investimento sequencial, com anjos disponibilizando capital semente e conhecimento para empresas nascentes, qualificando os projetos que chegam para avaliação dos fundos; (ii) anjos e gestores podem investir concomitantemente nas mesmas empresas, diluindo riscos e tempos de dedicação de monitoramento das investidas; (iii) anjos com menos experiência e tempo disponível podem investir aportando recursos nos fundos dos VCs; e (iv) anjos e fundos podem se beneficiar da rede de relacionamento de ambos, através da indicação mútua de oportunidades. Metade dos gestores entrevistados informaram já ter realizado investimento sequencial em startups previamente investidas por investidores anjo. Quanto ao efeito do pré-investimento sobre a análise dos projetos, metade dos gestores informou que a presença de anjos não teria nenhum efeito sobre a análise, enquanto a outra parte vê a sua presença como um fator positivo, considerando a experiência e qualificação do investidor.

Goldfarb *et al.* (2013) realizaram um estudo empírico analisando investimentos que anjos realizam sozinhos, fundos investem sozinhos e quando eles coinvestem. Foi possível identificar que anjos experientes negociam termos contratuais muito similares aos fundos, mas sua presença resulta em menos cláusulas de controle para os investidores. Grandes negócios só com a participação de fundos tiveram mais sucesso no desinvestimento do que investimentos com a participação de anjos.

Elitzur e Gavius (2003) investigam o problema de risco moral que se desenvolve quando anjos e fundos coinvestem. Os autores argumentam que empreendedores e gestores apresentam comportamento oportunista, com os empreendedores exercendo menos esforço e os gestores aportando menos recursos que o necessário. Isso acaba por sobrecarregar o papel do investidor anjo.

Hellmann, Schure e Vo (2015) contrastam duas visões da literatura sobre a dinâmica do relacionamento entre fundos e investidores anjo. Uma corrente de pensamento argumenta

que estas categorias são complementares, já que apresentam diferentes habilidades e redes de relacionamento, com os anjos atuando como uma etapa anterior ao fundo. A outra visão defende que anjos e fundos são caminhos separados de investimento, atuando mais como substitutos do que complementos. O estudo empírico dos autores demonstra que empresas que obtiveram recursos de um perfil de investidor tem mais probabilidade de receber uma nova rodada de investimento de investidores da mesma categoria, reforçando o aspecto de que existem caminhos paralelos de investimento e que eles se cruzam com pouca frequência.

Em trabalho recente, Hellmann e Thiele (2015) também analisam o relacionamento entre anjos e fundos, assumindo que os primeiros investem somente nos estágios iniciais de desenvolvimento das startups e os outros investem sequencialmente nas etapas posteriores. Ao coinvestirem, as categorias podem ser tanto amigas (*friends*) quanto inimigas (*foes*). Elas colaboram e são complementares inicialmente já que existe uma necessidade mútua de financiar cada fase de desenvolvimento sequencialmente, mas com o tempo, a relação pode se tornar conflituosa já que os fundos, depois de investirem, não veem mais valor no papel dos anjos. Pode ocorrer uma perda de controle e poder de negociação dos anjos, principalmente em rodadas de investimentos posteriores, que são negociadas e determinadas pelos investidores institucionais. Outra corrente de trabalhos avalia, além dos anjos, o coinvestimento entre modalidades de *crowdfunding* e fundos de capital de risco, abordando principalmente os aspectos de sinalização e governança para o processo de tomada de decisão dos gestores (COLOMBO; SHAFI, 2016; D'AMBROSIO; GIANFRATE, 2016; DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; RYU; KIM, 2016; MÖDL, 2018)

Drover, Wood e Zacharakis (2017) focam seu estudo no efeito de certificação que anjos e plataformas de *crowdfunding* podem sinalizar para influenciar o processo de avaliação dos fundos. Ao analisarem 104 gestores e 1036 processos de investimento, os autores concluíram que as fontes de capital semente, com suas respectivas características, exercem papel de sinalização de qualidade para investidores que se insiram nas empresas nascentes em estágios posteriores. Em especial, empresas jovens que receberam aporte de anjos com boa reputação e de anjos que fazem parte de grupos de anjos reconhecidos têm maior chance de entrarem na etapa de diligência. De forma similar, plataformas de *crowdfunding* com alta taxa de sucesso no histórico de captações também exercem efeito positivo na avaliação dos fundos.

Para avaliar se existe substitutibilidade ou complementaridade entre *crowdfunding* por recompensa e fundos de investimento, Colombo e Shafi (2016) analisaram 300 projetos de hardware que captaram recursos financeiros nas plataformas Kickstarter e Indiegogo. Os

autoconfiantes e evitam buscar capital em fundos, já que isso acarretaria em perda de participação no negócio. Empresas que atrasam a entrega dos produtos são vistas negativamente, já que podem estar enfrentando problemas técnicos ou gerenciais, e isso prejudica a probabilidade de aprovação de investimento junto aos fundos. No entanto, este efeito negativo de atraso pode ser mitigado quanto maior for o feedback positivo que os empreendedores recebem do grande público comprador. Nestes casos, os gestores podem ter interesse em aportar recursos e expertise para sanar os problemas identificados e acelerar o potencial mercadológico da proposta. Os autores ressaltam que o *crowdfunding* por recompensa pode ser uma fonte importante de oportunidades para os gestores, ao passo que o *crowdfunding* de investimento introduz uma série de incertezas já que estes investidores fragmentados afetam a estrutura de governança.

Ryu e Kim (2016), também sob a perspectiva da teoria da sinalização, estudaram os efeitos dos investidores anjos e do *crowdfunding* sobre a preferência dos gestores de *venture capital*. Os autores concluíram que não há diferença estatística na forma como os fundos veem os sinais de qualidade dos diferentes investidores.

D'Ambrosio e Gianfrate (2016) avaliam se as plataformas de *crowdfunding* são um complemento ou uma alternativa aos fundos tradicionais. A conclusão que os autores chegam é que o *crowdfunding* atua como um substituto para empresas no início de seu ciclo de vida, mas que as campanhas de captação em estágios mais avançados podem acelerar a captação com fundos de investimento. Mesmo que as duas modalidades possam competir por oportunidades nascentes, elas se complementam à medida que as empresas crescem, já que estas passam a demandar cada vez mais competências e recursos adicionais que somente os fundos conseguem contribuir.

Mödl (2018) também analisa o tema e argumenta que o *crowdfunding* não pode ser visto como um substituto aos fundos de investimento, já que não agrega o conhecimento e o capital social dos gestores e, não é capaz de financiar todo o ciclo de crescimento das startups. O pesquisador analisou 1760 decisões de investimento realizadas por 40 gestores e chegou a algumas conclusões. Primeiramente, o investimento prévio de anjos aumenta a probabilidade de uma captação posterior de um fundo, em especial para empresas B2B. Em segundo lugar, o investimento coletivo por plataforma é um sinal negativo e atrapalha a captação de rodadas de investimento por dois motivos: (i) um argumento é que a coletividade, por não ser especialista, tem mais probabilidade de financiar projetos com menos chance de sucesso do

que os investidores profissionais, sendo assim, projetos não qualificados optariam por captar em plataformas ao invés de anjos; (ii) outra possível explicação para o efeito negativo do uso de plataformas é o surgimento de problemas de governança que podem ocorrer devido ao grande número de investidores de um *crowdfunding*. A terceira conclusão é que os fundos não negam a relevância da opinião do público e consideram positivamente as startups B2C que tenham sucesso em campanhas de captação, já que isso pode ser interpretado como prova de aceitação de mercado.

2.5 CONCLUSÃO DO CAPÍTULO

Apesar dos esforços dos pesquisadores, lacunas ainda permanecem na literatura sobre coinvestimento. Em boa parte, as lacunas decorrem dos achados inconsistentes na avaliação sobre em que condições o coinvestimento entre fundos e as diversas modalidades de capital semente é benéfico e quando ele gera conflitos. Uma parcela das análises realizadas reconhece o potencial conflito entre os atores, mas conclui que os efeitos positivos são mais relevantes (BONNET; WIRTZ, 2011; D'AMBROSIO; GIANFRATE, 2016; DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; HARRISON; MASON, 2000; RYU; KIM, 2016). Outra corrente argumenta que os conflitos são importantes e superam os possíveis benefícios que poderiam ser gerados pela relação entre eles (COLOMBO; SHAFI, 2016; ELITZUR; GAVIOUS, 2003; GOLDFARB *et al.*, 2013; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015). Uma terceira linha de estudos defende ainda que o efeito positivo ou negativo depende tanto do tempo de realização do investimento (HELLMANN; THIELE, 2015), quanto da combinação de investidores que coinvestem (MÖDL; 2018). Como os estudos são realizados muitas vezes em economias com cultura empresarial e ambiente regulatórios diferentes, é ainda mais difícil encontrar uma hegemonia nos resultados. O quadro 1 sintetiza os estudos e apresenta a lente teórica utilizada pelos autores.

Pode-se observar que, apesar de algumas pesquisas fazerem menção a teorias cognitivas e visão baseada em recursos, a literatura sobre coinvestimento evoluiu principalmente com base na teoria da agência e teoria da sinalização.

Quadro 1 – Síntese dos Estudos sobre Coinvestimento

Autores	Resumo	Lente teórica	Efeito do investimento
Harrison e Mason (2000)	Parte dos gestores informou que a presença de investidores anjo não teria nenhum efeito sobre a análise de investimento, enquanto a outra parte vê a sua presença como um fator positivo, dependendo da sua experiência e qualificação.	Teoria da agência, teoria da sinalização	Positivo
Bonnet e Wirtz (2011, 2012), Bonnet, Wirtz e Haon (2013)	Entendem que a existência de múltiplos investidores pode intensificar os conflitos de agência, mas defendem a complementaridade, já que os anjos podem atuar de forma a reduzir a lacuna cognitiva que existe entre fundos e empreendedores	Teoria da agência, teorias cognitivas	
Ryu e Kim (2016)	Analisaram os efeitos dos investidores anjos e do <i>crowdfunding</i> sobre a preferência dos gestores. Concluíram que não há diferença na forma como os fundos veem os sinais de qualidade dos diferentes investidores.	Teoria da sinalização	
D'Ambrosio e Gianfrate (2016)	O <i>crowdfunding</i> atua como um substituto aos fundos para empresas no início de seu ciclo de vida, mas que as campanhas em estágios mais avançados podem acelerar a captação com fundos de investimento.	Teoria da agência, teoria da sinalização	
Drover, Wood e Zacharakis (2017)	Fontes de capital semente, com suas respectivas características, exercem papel de sinalização de qualidade para investidores em estágios posteriores.	Teoria da sinalização	
Elitzur e Gavious (2003)	Existe risco moral que se desenvolve quando anjos e fundos coinvestem. Empreendedores e fundos atuam oportunisticamente quando existe a presença de anjos.	Teoria da agência	Negativo
Goldfarb <i>et al.</i> (2013)	Grandes negócios só com a participação de fundos foram mais exitosos no desinvestimento do que investimentos com participação de anjos.	Teoria da agência	
Hellmann, Schure e Vo (2015)	Contrastam duas visões da literatura sobre a dinâmica do relacionamento entre fundos e anjos (fontes complementares ou substitutas). Defendem que existem caminhos paralelos.	Teoria da agência	
Colombo e Shafi (2016)	O <i>crowdfunding</i> por recompensa pode ser uma fonte importante de oportunidades para os fundos, ao passo que o <i>crowdfunding</i> de investimento introduz uma série de incertezas, em especial na estrutura de governança.	Teoria da agência, teoria da sinalização	
Hellmann e Thiele (2015)	Ao coinvestirem, as categorias podem ser tanto amigas (<i>friends</i>) quanto inimigas (<i>foes</i>). São complementares inicialmente, mas com o tempo, a relação pode se tornar conflituosa já que os fundos, depois de investirem, não veem mais valor no papel dos anjos	Teoria da agência	
Mödl (2018)	Defende que o <i>crowdfunding</i> não pode ser visto como um substituto aos fundos, já que não agrega o conhecimento e o capital social dos gestores e não é capaz de financiar todo o ciclo de crescimento das startups.	Visão baseada em recursos, teoria da agência, teoria da sinalização	Coinvestimento com anjos é positivo e com <i>crowdfunding</i> é negativo

Fonte: Elaborado pelo autor

A teoria da agência busca entender a relação entre dois agentes econômicos cooperativos que possuem objetivos e responsabilidades distintos (BARNEY; HESTERLY, 2004; EISENHARDT, 1989a). Segundo Eisenhardt (1989a, p. 63), “the heart of agency theory is the goal conflict inherent when individuals with differing preferences engage in cooperative effort”. Nesta relação, uma pessoa ou grupo de pessoas (o principal) delega atividades para outro (o agente), que possui certa autonomia para tomada de decisão em nome do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Essa relação muitas vezes resulta em conflito, já que os agentes muitas vezes possuem interesses e informações diferentes do principal (JENSEN; MECKLING, 1976; PAYNE; PETRENKO, 2019), além de distinto perfil de propensão ao risco (EISENHARDT, 1989a).

A teoria da agência é utilizada na busca pela otimização da relação principal-agente. Sua construção teórica teve início na aplicação em problemas de governança corporativa (JENSEN; MECKLING, 1976), mas com o passar dos anos esta lente de análise passou a ser utilizada em outros temas como: investimentos de *private equity* e *venture capital* (GOMPERS, 1995; SAPIENZA; MANIGART; VERMEIR, 1996), e na relação entre diversos atores de uma empresa (BARNEY; HESTERLY, 2004). O exemplo mais conhecido da teoria é do principal (proprietário de empresa) que contrata um agente (executivo) para gerir o negócio em seu nome. O proprietário espera que o gestor desempenhe atividades de acordo com seu interesse, mas isso nem sempre acontece, considerando que o agente tem suas próprias motivações (JENSEN; MECKLING, 1976). A teoria parte do pressuposto de que os indivíduos são racionalmente limitados¹⁵ e que existe assimetria de informação¹⁶ entre eles (EISENHARDT, 1989a). Além disso, os agentes são propensos ao oportunismo e apresentam diferentes objetivos em relação ao principal (BARNEY; HESTERLY, 2004).

A literatura sobre teoria da agência frequentemente cita dois problemas associados ao relacionamento principal-agente e que resultam em custos maiores e falta de eficiência para as empresas: o risco moral (*moral hazard*) e a seleção adversa (*adverse selection*) (BARNEY; HESTERLY, 2004; EISENHARDT, 1989a; PAYNE; PETRENKO, 2019). Também chamado de “*hidden action*” por Arrow (1985), o risco moral se refere ao comportamento oportunista do agente ao se esforçar menos do que poderia. Ele faz isso ao esconder do principal a

¹⁵ Conforme Barney e Hesterly (2004, p. 135), “racionalidade limitada significa que aqueles que estão envolvidos nas transações econômicas são intencionalmente racionais, mas apenas de modo limitado”.

¹⁶ Assimetria da informação parte da suposição de que “pessoas diferentes sabem coisas diferentes” (STIGLITZ, 2002, p.469). Ou seja, os principais têm informações incompletas sobre o conhecimento, as habilidades e intenções dos agentes (PAYNE; PETRENKO, 2019).

informação de que ele poderia estar realizando suas atividades de forma mais rápida e eficiente (ARROW, 1985; EISENHARDT, 1989a). Já na seleção adversa, cunhada por Arrow (1985) como “*hidden information*”, o agente oculta informações do principal sobre suas habilidades e competências para realizar as atividades para o qual foi contratado. O principal, não consegue avaliar plenamente se o agente possui a capacidade de atender as suas expectativas (EISENHARDT, 1989a; PAYNE; PETRENKO, 2019).

Os principais buscam minimizar os problemas de agência com a utilização de mecanismos de monitoramento e incentivo. O monitoramento diz respeito à observação do comportamento e desempenho dos agentes, enquanto que o sistema de incentivos busca penalizar ou gratificar os agentes pela realização de atividades e atingimento de metas. É através de contratos entre principais e agentes que são definidos os termos de monitoramento e incentivo (BARNEY, HESTERLY, 2004; JENSEN; MECKLING, 1976).

Uma variação da teoria da agência envolve a relação entre múltiplos principais, reconhecendo que há situações em que diferentes tipos ou grupos de principais podem estar envolvidos em uma mesma empresa (PAYNE; PETRENKO, 2019; YOUNG *et al.*, 2008). Quando diferentes principais, com distintos níveis de autoridade, interagem com um mesmo agente, os problemas de agência podem ser intensificados. Segundo Voorn, Thiel e Genugten (2019, p. 1), “the multiple principal problem refers to multiple collective action problems organizations face when they must balance (competing) interests of multiple stakeholders”. O coinvestimento entre diversas modalidades de investidores em uma startup é um exemplo de relacionamento que envolve diversos principais (investidores), considerando que cada um possui sua própria motivação e expectativa em relação à empresa investida e exerce influência sobre os agentes (empreendedores).

Já os teóricos que analisam determinado tema com a aplicação da teoria da sinalização o fazem para explicar os efeitos da assimetria da informação em distintos contextos empresariais. Essa lente nos permite entender como agentes econômicos tomam decisões em condições de informação imperfeita (CONNELY, 2011). Estes estudos focam nas ações (sinais) que alguns agentes fazem para comunicar a outros qualidades positivas sobre si. Em seu trabalho seminal sobre sinalização no mercado de trabalho, Spence (1973) demonstra que potenciais empregadores não têm informação completa sobre a qualidade dos candidatos. Sendo assim, os candidatos investem em educação formal para sinalizar aos potenciais empregadores que estão qualificados para o trabalho e são mais preparados que os candidatos sem formação.

São dois os principais atores envolvidos nessa relação, o sinalizador e o receptor. O sinalizador é aquele agente que possui informações sobre indivíduos, produtos e empresas, que não estão prontamente disponíveis ao receptor e que seriam de certa forma úteis a ele. As informações podem ser tanto positivas, como metas de vendas superadas ou negativas como um fracasso no desenvolvimento de algum novo produto. Os sinalizadores irão empenhar esforços para sinalizar aos receptores as informações positivas e omitir aquelas que possam impactar negativamente a visão sobre ele. Os receptores são aqueles agentes que não possuem a informação completa, mas que seriam beneficiados caso a tivessem. Eles se empenham na redução da lacuna informacional entre ele e o receptor, visando ter conhecimento suficiente para tomar a melhor decisão.

Para que um sinal seja eficaz, ele deve apresentar duas características principais: observabilidade e baixo custo de sinalização. Observabilidade corresponde à capacidade dos receptores em perceber o sinal. Se atitudes do sinalizador não podem ser facilmente observadas, ele terá dificuldade em transmitir aquele sinal de qualidade ao receptor (CONNELY, 2011). Já o custo de sinalização é o investimento necessário para demonstrar determinada qualidade, como o custo de formação educacional do exemplo de Spence (1973) ou o custo com obtenção de uma certificação ISO9000 para indústrias (CONNELY, 2011). Uma certificação de qualidade, como a ISO9000, é muito mais morosa e custosa para implementar em um fabricante de qualidade inferior, que precisaria realizar mudanças muito mais profundas na empresa do que um fabricante de alta qualidade. Esse custo e esforço fazem com que seja mais difícil enganar ou falsificar um sinal de qualidade ao receptor.

Nos estudos sobre empreendedorismo, em geral o receptor é um investidor existente ou potencial e os sinalizadores são os empreendedores. Quando os empreendedores formam um conselho de administração experiente e de prestígio, a empresa sinaliza ao mercado legitimidade (CERTO, 2003). Mesmo a existência de investidores anjo e investidores de *crowdfunding* podem sinalizar que algumas empresas nascentes possuem maior potencial que outras (DROVER, WOOD, ZACHARAKIS, 2017; RYU; KIM, 2016).

O quadro 2 sumariza as características das distintas modalidades de investimento. A seguir, de forma breve, aborda-se os principais aspectos e diferenças entre elas.

Os investidores anjo são pessoas físicas que investem seu próprio capital e que não são motivados por objetivos puramente financeiros. Estes investidores muitas vezes apoiam startups porque sentem falta do processo de empreender e porque pretendem contribuir para o desenvolvimento da região onde está inserido. Os anjos escolhem as oportunidades utilizando

os mesmos critérios utilizados pelas outras modalidades, mas dão ênfase maior ao perfil e experiência da equipe de fundadores. Diferentemente de outros tipos de investidores, anjos tendem a adotar modelos de governança mais baseados na confiança e no relacionamento entre ele e os empreendedores, do que em contratos formais.

As aceleradoras são empresas de investimento que investem recursos dos próprios sócios e de outras pessoas físicas e jurídicas que preferem investir de forma intermediada. Além de aportar capital, as aceleradoras realizam programas de capacitação e mentoria de curta duração para apoiar os empreendedores na validação dos produtos e do mercado. A maior parte das aceleradoras tem motivação financeira de gerar retorno aos investidores que fazem parte da empresa. Os critérios de seleção utilizados são consistentes com as outras modalidades, mas assim como os anjos, há ênfase maior no conhecimento e experiência dos empreendedores na indústria que pretendem atuar.

O *corporate venture capital* é utilizado por grandes empresas para adquirir participação em startups. Um diferencial importante sobre as outras modalidades é a motivação para adoção de tais práticas, já que as corporações não investem somente pelo retorno financeiro, mas também por razões estratégicas de desenvolvimento de inovações, adoção de novos modelos de negócio e entrada em novos mercados. Para que sejam selecionadas para investimento, as startups devem apresentar sinergia com os objetivos estratégicos da corporação, sendo esse um critério importante de investimento. A forma de controle e grau de formalidade do relacionamento entre as partes, depende muito do perfil da corporação investidora.

As plataformas de *crowdfunding* são formas de captação de recursos que possibilitam que um grande número de indivíduos realize pequenas contribuições por meio da internet. Pelas plataformas de investimento, os investidores aportam capital próprio para aquisição de pequenas parcelas de participação nas startups visando retorno financeiro. Já pelas plataformas de recompensa, os colaboradores disponibilizam recursos financeiros em troca de produtos desenvolvidos ou outras vantagens não financeiras. Sua motivação é de participar na cocriação das inovações e de engajamento na comunidade de desenvolvedores. Aos analisarem oportunidades de investimento, os colaboradores são impactados por campanhas bem construídas e que sinalizem qualidade do projeto; pela facilidade da compreensão da solução apresentada e pela existência de outros investidores que já colaboraram. As pessoas que se tornam investidoras de empresas via plataforma de investimento têm muito pouco controle sobre as investidas, não exercendo influência sobre sua governança.

Os fundos de capital de risco atuam como intermediários, captando recursos de investidores institucionais e comprando participação de novas empresas inovadoras. Seu principal propósito é de geração de retorno financeiro aos cotistas, resultando num esforço contínuo dos gestores para monitorar as empresas investidas e minimizar os riscos com a utilização de instrumentos contratuais. Os principais critérios de seleção das oportunidades são: (i) o perfil dos empreendedores; (ii) o tamanho e crescimento do mercado; (iii) a inovação da proposta; e (iv) o potencial de retorno em relação ao risco. Como os gestores muitas vezes tem autonomia e experiência para profissionalizar a gestão das investidas, a ênfase da análise está no mercado e na inovação do produto e não na equipe de empreendedores.

Quadro 2 – Modalidades de Investidores e suas Características

Tipo	Investidores anjo	Aceleradoras	Corporate venture capital	Plataformas de crowdfunding	Fundos de capital de risco
Origem dos recursos	Próprios investidores.	Capital próprio e de investidores.	Capital da própria empresa.	Próprios investidores.	Investidores institucionais e corporativos.
Motivação do investimento	Retorno financeiro, satisfação pessoal e retorno para a comunidade.	Retorno financeiro aos investidores.	Motivação Estratégica e/ou Financeira.	Retorno financeiro (investimento); cocriar produtos, e engajamento na comunidade (recompensa).	Retorno financeiro aos investidores.
Crítérios de investimento	Empreendedores, mercado, inovação e potencial de retorno. Ênfase no perfil e experiência dos empreendedores.	Empreendedores, mercado, inovação e potencial de retorno. Ênfase no perfil e experiência dos empreendedores.	“Encaixe” com as estratégias da corporação	Campanha que sinalize qualidade; compreensão do produto; e existência de outros investidores.	Empreendedores, mercado, inovação e potencial de retorno. Ênfase no mercado e no produto.
Controle e monitoramento	Governança informal amparada em aspectos mais relacionais do que contratuais.	Monitoramento informal e de curta duração, considerando os prazos dos programas de aceleração.	Depende do perfil da corporação.	Plataformas exigem relatórios periódicos, mas não há participação dos investidores na gestão das startups.	Governança formal com participação no conselho. Definição de metas e critérios para tomada de decisão.
Referencial teórico	Dutta e Folta (2016); Harrison e Mason (2010); Ibrahim (2008); Sohl (1999).	Cohen e Hochberg (2014); Hallen, Bingham e Cohen (2016); Hochberg (2016); Pauwels et al. (2016).	Chemmanur; Loutskina e Tian (2014); Chesbrough (2002); Drover et al. (2017); Dushnitsky (2006); Hellman (2002).	Agrawal, Catalani e Goldfarb (2014); Mollick (2014); Stanko e Henard (2016, 2017); World Bank (2013);	Bruton et al. (2010); Drover et al. (2017); Gompers e Lerner (2001); Petty e Gruber (2011); Wright e Robbie (1998);

Fonte: Elaborado pelo autor

3 MÉTODO DE PESQUISA

Esta seção apresenta o método que foi utilizado para analisar de que forma a existência prévia de diferentes fontes de investimento pode influenciar a decisão de investir em startups por parte de gestores de fundos de investimento. A subseção 3.1 especifica qual foi o tipo de pesquisa a ser utilizado, a subseção 3.2 apresenta quais foram os critérios de seleção utilizados na definição dos casos que foram estudados, a subseção 3.3 trata dos procedimentos adotados para realizar a coleta dos dados, a subseção 3.4 apresenta a forma como foi conduzida a análise de dados, finalizando com a subseção 3.5 que apresenta as dimensões de análise.

O objetivo geral desta pesquisa é analisar de que forma a existência prévia de diferentes fontes de investimento pode influenciar a decisão de investir em startups por parte de gestores de fundos de investimento.

3.1 TIPO DE PESQUISA

Para compreender o objeto, optou-se pela realização de um estudo exploratório de natureza qualitativa. Para Gerhardt e Silveira (2009, p.32), “a pesquisa qualitativa preocupa-se, portanto, com aspectos da realidade que não podem ser quantificados, centrando-se na compreensão e explicação da dinâmica das relações sociais”. A pesquisa exploratória foi definida por Malhotra (2001, p. 106) como “um tipo de pesquisa que tem como principal objetivo o fornecimento de critérios sobre a situação problema enfrentada pelo pesquisador e sua compreensão”.

O estudo foi conduzido primeiramente através de uma análise bibliográfica e uma análise documental realizadas com o objetivo de caracterizar o ecossistema de investidores em startups no Brasil. Estas análises são uteis para colher previamente informações sobre o campo de interesse (MARCONI; LAKATOS, 2003). A pesquisa bibliográfica é realizada com base em material já tratado, como livros e artigos científicos publicados (FONSECA, 2002; GIL, 2002). Já a pesquisa documental utiliza fontes diversas como: relatórios, jornais, revistas, documentos, vídeos, entre outros (FONSECA, 2002; GIL, A. 2002).

A seguir, o estudo foi conduzido com a utilização da modalidade de estudo de caso, método amplamente utilizado nas ciências sociais e que “contribui, de forma inigualável, para a compreensão que temos de fenômenos individuais, organizacionais, sociais e políticos”

(YIN, 2001, p. 21). Para Yin (2001, p. 32), estudo de caso é “uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos”.

Um estudo de caso pode ser caracterizado como um estudo de uma entidade bem definida como um programa, uma instituição, um sistema educativo, uma pessoa, ou uma unidade social. Visa conhecer em profundidade o como e o porquê de uma determinada situação que se supõe ser única em muitos aspectos, procurando descobrir o que há nela de mais essencial e característico. O pesquisador não pretende intervir sobre o objeto a ser estudado, mas revelá-lo tal como ele o percebe. (FONSECA, 2002, p. 33).

Eisenhardt (1989b) defende que o método de estudo de caso auxilia na construção de novas teorias. Ao buscar reconciliar a literatura existente sobre o tema com diferentes evidências e dados dos casos estudados, o pesquisador amplia sua capacidade de rearranjar criativamente suas percepções e gerar nova visão teórica.

Foram analisados múltiplos casos, proporcionando evidências de diferentes contextos. Para Yin (2001), estudos de múltiplos casos possuem vantagens e desvantagens em comparação com estudos de caso único. O aspecto positivo é que o resultado da análise acaba sendo considerado mais convincente e robusto. O aspecto negativo é que o estudo pode demandar mais tempo e recursos do pesquisador. Em uma pesquisa de múltiplos casos, novos casos devem ser adicionados até que se atinja uma saturação teórica. Apesar de não haver um número ideal de casos, utiliza-se normalmente entre quatro e dez casos (EISENHARDT, 1989b). Neste trabalho, inicialmente quatro empresas gestoras de fundos de capital de risco foram entrevistadas e posteriormente outro questionário foi aplicado a nove start-ups que negociaram investimento com estas gestoras.

3.2 SELEÇÃO DOS CASOS

Essa pesquisa busca analisar de que forma a existência prévia de diferentes fontes de investimento pode influenciar a decisão de investir em startups por parte de gestores de fundos de investimento. Para atingir os objetivos propostos pelo estudo, selecionou-se quatro fundos de capital semente em operação, mas que já concluíram ou estejam finalizando o processo seletivo de startups. Definiu-se pela entrevista dos gestores deste tipo de fundo, pois estes são tipicamente os primeiros investidores institucionais a investir nas startups. Sendo assim, é nessas negociações que existe maior potencial de tensão e conflito entre os diferentes

capitalistas de risco. Também buscou-se selecionar gestores de quatro estados diferentes do Brasil para buscar uma diversidade maior de perspectivas sobre o processo de investimento. O quadro 3 traz informações sobre os fundos de investimento analisados.

Quadro 3 – Caracterização dos Fundos Selecionados

Fundo	Ano de lançamento	Estado da federação	Fase	Empresas investidas
FundoA	2012	RS	Monitoramento dos investimentos	15
FundoB	2013	MG	Monitoramento dos investimentos	35
FundoC	2015	RJ	Final da etapa de investimento	10
FundoD	2016	SC	Monitoramento dos investimentos	8

Fonte: Elaborado pelo autor

Além dos gestores de fundos de investimento, também foram selecionadas para entrevista diversos empreendedores que buscaram aporte dos fundos entrevistados. As startups foram escolhidas depois da realização das entrevistas com os gestores, já que era necessária a verificação de que as startups já haviam recebido alguma forma de investimento de outra modalidade de investidor antes da realização do aporte pelo fundo. Para facilitar essa identificação, foi solicitado aos gestores que apontassem em uma tabela quais as empresas já haviam recebido aporte prévio e através de qual modalidade de investidor. Buscou-se selecionar empresas com histórico distinto de rodadas de investimento, garantindo que seriam entrevistadas startups que tivessem recebido aporte de investidores anjo, aceleradoras, corporações e plataformas de *crowdfunding*. No entanto, como nenhum fundo possuía em seu portfólio startup que havia recebido investimento anterior via plataforma de *crowdfunding*, optou-se por complementar as entrevistas realizando duas conversas adicionais com startups que realizaram alguma captação via plataforma existente no Brasil.

3.3 COLETA DOS DADOS

A coleta de dados ocorreu entre julho e outubro de 2019. Inicialmente, com foco na caracterização do ecossistema de investidores em startups no Brasil, foram coletadas informações via documentos tanto impressos como digitais, incluindo artigos científicos, livros, relatórios, websites, informativos e outros documentos públicos. Posteriormente foram

coletadas informações sobre as gestoras selecionadas para entrevista através de acesso aos websites institucionais. A listagem da documentação analisada encontra-se no Apêndice A.

Após a etapa de pesquisa documental, foram realizadas entrevistas em profundidade na forma de entrevistas semiestruturadas. Neste formato de entrevista, parte-se de um roteiro pré-definido de questões, mas que possibilita que o entrevistador realize perguntas adicionais e os entrevistados falem livremente sobre o assunto (GERHARDT; SILVEIRA, 2009). Foram elaborados três roteiros distintos, um para os gestores dos fundos de investimento, um segundo para as startups que negociaram aporte de investimento com estes gestores, e o terceiro para empresas que receberam investimento via plataforma de *crowdfunding*. Os roteiros elaborados estão em apêndice.

3.3.1 Instrumento de coleta dos dados

O roteiro de entrevistas para os gestores de fundos, apresentado no Apêndice B, foi elaborado a partir do referencial teórico discutido anteriormente e busca entender qual a influência de outros investidores no processo de análise dos investidores formais. O roteiro está organizado em dois blocos. O primeiro corresponde a informações sobre a gestora, sobre o fundo de investimento administrado e seu portfólio. O segundo bloco é composto pelas questões que ajudam a elucidar a questão de pesquisa.

A primeira entrevista com gestor de fundo de investimento foi utilizada também para averiguar se o roteiro de perguntas estava adequado. Depois de se avaliar a duração da entrevista, vocabulário utilizado, questões propostas, chegou-se à conclusão que algumas alterações teriam de ser feitas para adequar o roteiro ao tempo disponibilizado pelos gestores para realização do questionário. As modificações incluíram a retirada de duas questões sobre maturidade do ecossistema brasileiro de investimento e a unificação de duas questões sobre os principais critérios utilizados na avaliação de oportunidades de investimento. As modificações realizadas não modificaram o teor do roteiro. As informações sobre o ecossistema foram suficientemente cobertas por análise documental.

O roteiro destinado aos empreendedores, apresentado no Apêndice C, busca compreender a visão dos empreendedores sobre a negociação de aporte de capital por parte de fundos de investimento e como a existência de outros investidores afetou essa negociação. O roteiro está organizado em dois blocos. O primeiro coleta informações gerais sobre a empresa

e seu histórico de captação de recursos. Já o segundo bloco reúne as questões sobre a percepção dos empreendedores quanto ao coinvestimento.

O terceiro roteiro, constante no Apêndice D, foi direcionado aos empreendedores que não receberam aporte de nenhum dos fundos analisados, mas realizaram uma ou mais captações de recurso através de campanhas de *crowdfunding*. Da mesma forma que o roteiro anterior, as perguntas estão organizadas em dois blocos. O primeiro voltado a coletar informações sobre a empresa e histórico de investimento. Enquanto o segundo bloco concentra as questões sobre a percepção dos empreendedores quanto ao investimento realizado por investidores distintos.

Todas as entrevistas foram gravadas com autorização dos entrevistados e posteriormente transcritas. As entrevistas totalizaram aproximadamente seis horas e meia de duração e suas transcrições resultaram em 70 páginas de texto. Com o objetivo de complementar as informações coletadas e sanar dúvidas jurídicas e contratuais entre startups e investidores, foram entrevistados três advogados especialistas em direito societário que focam sua atuação no mercado de startups.

3.3.2 Perfil dos entrevistados

A primeira gestora entrevistada tem sede no estado do Rio Grande do Sul e possui um extenso histórico de operações, sendo a mais antiga gestora de *venture capital* e *private equity* do Brasil. Para operacionalização do fundo de capital semente, fez uma parceria operacional com outra gestora sediada em Santa Catarina.

A segunda gestora, com matriz em Minas Gerais, foi selecionada por realizar a cogestão do segundo fundo de investimentos da série de fundos Criatec. Os fundos Criatec possuem como principal investidor o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, maior investidor de capital de risco do Brasil. Esta série de fundos tem a característica de não serem geograficamente restritos, possibilitando investimento em todas as regiões do país e em diversos setores econômicos. O Programa Criatec foi lançado pelo BNDES com o objetivo de promover a capitalização de empresas nascentes inovadoras, estimulando a indústria brasileira de capital semente (FERRAZ, 2013).

O terceiro gestor, sediado no Estado do Rio de Janeiro, tem como diferencial o seu foco em realizar investimentos em empresas incubadas, graduadas de incubadoras e residentes em parques tecnológicos. Para viabilizar os investimentos em todo o território nacional,

formou uma rede de parcerias com parques e incubadoras espalhadas pelo Brasil. Dessa forma, além de fomentar o desenvolvimento das empresas, fortalece o ecossistema nacional de inovação.

O quarto gestor está localizado no Estado de Santa Catarina e sua fundação é resultado de uma parceria realizada entre uma administradora de recursos mineira e uma consultoria catarinense. Trata-se de um fundo específico para investimentos em empresas em estágio inicial e que estão localizadas na região sul do Brasil. O quadro 4 apresenta a caracterização dos gestores e fundos selecionados.

Quadro 4 – Caracterização dos Gestores e Fundos Selecionados

Fundo	Entrevistado	Tempo de atuação no mercado	Cargo	Duração da entrevista
FundoA	Profissional 1	14,5 anos	Sócio – Área de <i>Venture Capital</i>	49:23
FundoB	Profissional 2	9 anos	Associado	33:43
FundoC	Profissional 3	6 anos	Diretor	49:43
FundoD	Profissional 4	11 anos	Sócio	20:21

Fonte: Elaborado pelo autor

Depois de realizadas as entrevistas com os fundos, com base na lista de contatos preparados pelos gestores, foi possível realizar a série de entrevistas com as startups investidas. As entrevistas foram solicitadas via contato realizado através da plataforma eletrônica LinkedIn e foram realizadas de forma remota com a utilização da ferramenta de comunicação Whereby. Ao todo foram entrevistadas sete empresas investidas pelos fundos. Como nenhuma startup listada pelos fundos havia recebido previamente investimento de *crowdfunding*, optou-se por complementar as entrevistas selecionando duas startups que realizaram campanhas de captação de sucesso através das principais plataformas de *crowdfunding* nacionais Kria e Eqseed. O quadro 5 apresenta a caracterização das empresas entrevistadas.

Após as entrevistas com as startups, foram entrevistados três especialistas jurídicos com formação em direito e com especialidade em direito societário. Os três especialistas atuam tanto na orientação das startups quanto na orientação para investidores. O quadro 6 sintetiza o perfils dos profissionais.

Quadro 5 – Caracterização das Startups Entrevistadas

Startup	Área de Atuação	Investida pelo fundo	Fundação	Tamanho da equipe	Duração da entrevista
StartupA1	Saúde	FundoA	2009	35	32:20
StartupA2	Marketing Digital	FundoA	2015	12	38:19
StartupB1	Marketing	FundoB	2016	36	29:15
StartupB2	Segurança e Tecnologia da Informação	FundoB	2014	92	26:47
StartupB3	Gestão	FundoB	2015	64	18:50
StartupB4	Marketing Digital	FundoB	2007	28	14:06
StartupD1	Marketing Digital	FundoD	2015	33	28:16
StartupCo1	Energia	N/A	2014	9	19:29
StartupCo2	Plataforma para restaurantes	N/A	2014	15	21:58

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 6 – Perfil dos Especialistas

Especialista	Formação	Tempo de atuação no mercado	Especialidade
Especialista1	Direito	6 anos	Direito societário para startups e investidores
Especialista2	Direito	7 anos	Direito societário para startups e investidores
Especialista3	Direito	14 anos	Direito societário para startups e investidores

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Para análise, compreensão e interpretação dos dados, foi utilizada a técnica de análise de conteúdo, que para Bardin (2011, p.47), representa:

Um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando a obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência dos conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens (BARDIN, 2011, p.47).

Bardin (2011) indica que a análise de conteúdo se dá com a realização de três etapas realizadas sequencialmente: pré-análise, exploração do material e o tratamento dos resultados. A etapa de pré-análise corresponde à organização e seleção do material que será analisado e normalmente envolve uma “leitura flutuante”, ou seja, um primeiro contato com os

documentos que serão analisados. Na etapa de exploração do material são definidas categorias de análise e o material é codificado e organizado em categorias teóricas ou empíricas. Na última etapa, de tratamento dos resultados, interpreta-se as informações obtidas, buscando torná-las significativas (GERHARDT; SILVEIRA, 2009). A interpretação destas informações e sua confrontação com a literatura sobre o tema permite atender ao objetivo desta pesquisa e possibilita a formulação de hipóteses para trabalhos futuros sobre coinvestimento.

3.5 DIMENSÕES DE ANÁLISE

Para o processo de análise, construiu-se dimensões que serviram como base para elaboração dos roteiros de entrevista tanto para os gestores dos fundos de investimento quanto para as startups que passaram pelo processo de investimento junto aos fundos. Para cada dimensão, foram definidos itens de análise elaborados de acordo com a literatura relevante sobre o tema e abordada na seção de revisão teórica.

A primeira dimensão trata sobre o processo de investimento e os critérios de avaliação que são utilizados pelos gestores quando avaliam novas oportunidades de investimento. O entendimento da forma como o ciclo de investimento ocorre no Brasil e dos critérios avaliados é importante para comparar se os fatores determinantes para investimento no Brasil correspondem aos fatores identificados na literatura para os mercados desenvolvidos. Essa base de entendimento é fundamental para dar seguimento com a análise dos impactos do coinvestimento. A influência do investimento prévio por outras modalidades de investimento é abordada na segunda dimensão, levantando questões que auxiliam a responder quais são os fatores positivos e negativos da existência de outros investidores quando as startups buscam capital de maior porte junto à investidores formais. A terceira dimensão de análise sumariza alguns pontos importantes e que possam servir como orientação a empreendedores e investidores quando negociam rodadas de investimento nas etapas iniciais de crescimento das startups.

O quadro 7 demonstra esta organização das dimensões, os itens de análise e principais autores que serviram como referência para a elaboração.

Quadro 7 – Dimensões de Análise

Dimensão	Elementos	Autores
Processo de investimento e critérios de avaliação	<ol style="list-style-type: none"> 1) Política de investimento 2) Processo de investimento 3) Quantidade de empresas avaliadas e aprovadas 4) Fase em que a existência de outros investidores é avaliada 	<p>Tyebjee e Bruno (1984) Fried e Hisrich (1994) De Clercq <i>et al.</i> (2006) Petty e Gruber (2011)</p>
Coinvestimento	<ol style="list-style-type: none"> 1) Percepção do gestor sobre a existência prévia de investidores 2) Aspectos positivos sobre o coinvestimento 3) Aspectos negativos sobre o coinvestimento 4) Fatores que inviabilizam investimento em empresas investidas previamente 5) Geração de oportunidades de investimento oriundas de outros investidores 6) Investimento concomitante em parceria com outros investidores 	<p>Bonnet e Wirtz (2011) Harrison e Mason (2000) Goldfarb <i>et al.</i> (2013) Elitzur e Gavius (2003) Hellmann, Schure e Vo (2015) Hellmann e Thiele (2015) Drover, Wood e Zacharakis (2017) Colombo e Shafi (2016) Ryu e Kim (2016) D'Ambrosio e Gianfrate (2016) Mödl (2018)</p>
Boas práticas	<ol style="list-style-type: none"> 1) Aspectos contratuais que atrapalham ou facilitam a negociação com fundos 2) Aspectos comportamentais e de governança que atrapalham ou facilitam as negociações 3) Demais sugestões para negociação com investidores 	

Fonte: Elaborado pelo autor

4 RESULTADOS

4.1 ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

Este subcapítulo visa, de forma resumida, caracterizar o ecossistema de investidores em startups no Brasil e demonstrar sua evolução ao longo dos últimos anos. Nas seções a seguir, apresenta-se sequencialmente os mercados de investimento anjo, das aceleradoras brasileiras, das iniciativas de *corporate venture capital*, das plataformas de *crowdfunding* de investimento e dos fundos de *venture capital* e *private equity*. Esses dados são importantes para entendermos a recente evolução dessa indústria no Brasil e a relativa falta de maturidade de uma parcela desses investidores em relação à investidores de outros países.

4.1.1 Investimento Anjo no Brasil

O levantamento de informações sobre o mercado de investimento anjo no Brasil é difícil pela grande quantidade investidores e pela sua dispersão. Não há órgão regulador que exija cadastramento dos investidores e das transações realizadas. A fonte mais completa de informações sobre essa modalidade de investimento no Brasil é a associação Anjos do Brasil, uma entidade sem fins lucrativos criada no ano de 2011 com o propósito de auxiliar no desenvolvimento do investimento anjo no país. Segundo Apex-Brasil (2018), a Anjos do Brasil é a maior rede de investidores anjo com mais de 16 grupos afiliados em todo o território nacional e mais de 300 membros ativos. Para desenvolver esse mercado, a associação realiza ações como: (i) treinamentos e capacitação para novos investidores e empreendedores; (ii) conexão de empreendedores com investidores através de sua plataforma eletrônica ou eventos presenciais; e (iii) promove o desenvolvimento de políticas públicas alinhadas com o interesse de promover o crescimento do investimento anjo em todo território nacional.

O desenvolvimento do investimento anjo no Brasil é recente e ocorreu em ciclos. O quadro 8 apresenta quais foram as fases dessa evolução e sua característica principal.

Quadro 8 – Ciclos do Investimento Anjo no Brasil

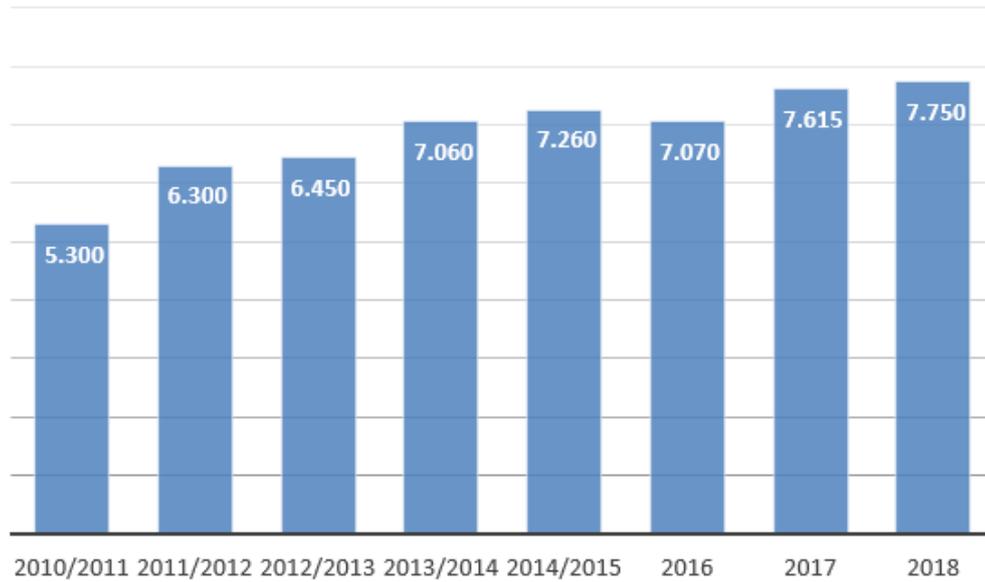
1994 – 2002 – COMEÇO	Investimentos esporádicos em startups de tecnologia através de contatos pessoais dos empreendedores.
2002 – 2011 - 1º CICLO	Surgimento dos primeiros grupos de investidores anjos. Maior envolvimento dos investidores com o mercado de capital de risco.
2011 – 2015 – CONSOLIDAÇÃO	O número de investidores e empresas investidas cresce anualmente e os investimentos são realizados de forma consistente e estruturada. Anjos do Brasil, organização de fomento ao investimento anjo é fundada, atuando como uma rede de investidores para criar e disseminar a cultura e conhecimento sobre capital de risco e políticas públicas.
2015 – 2017 - 2º CICLO	Diversos grupos de investidores anjos são formados, com ênfase em grupos ligados a universidades domésticas e estrangeiras. Nova regulação é aprovada para ampliar a proteção dos investidores anjo.

Fonte: Apex-Brasil (2018, p.7)

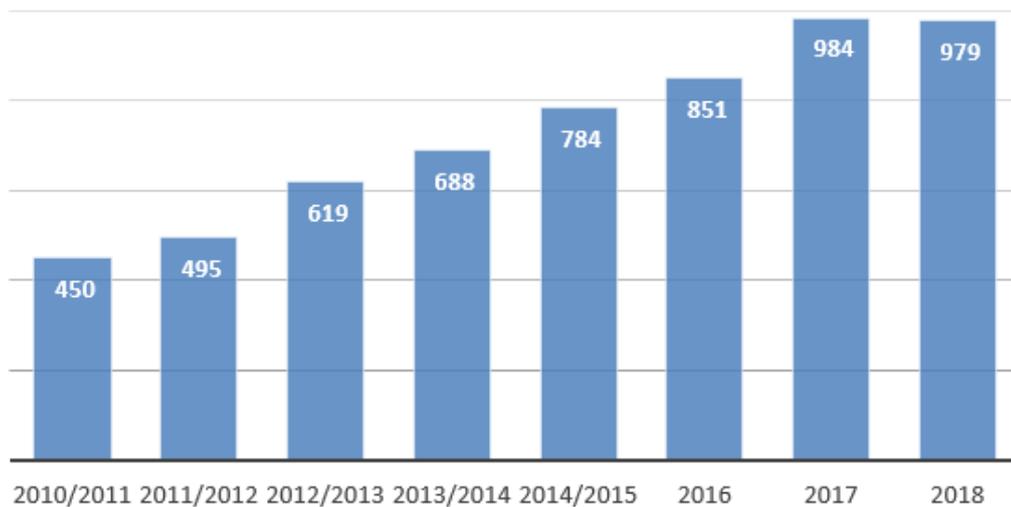
Atualmente já existe um número alto de investidores. O levantamento da Apex-Brasil (2018) indica que existem mais de sete mil ativos e mais de 12 redes de investimento anjo organizadas. A Anjos do Brasil acompanha anualmente a evolução desse número (Figura 5), do montante total investido (Figura 6) e valor médio aportado anualmente pelos investidores (Figura 7).

Destaca-se que o investimento anjo continuou crescendo no Brasil nos últimos anos, mesmo durante a crise econômica que impactou a economia principalmente durante os anos de 2015 e 2016, quando o PIB brasileiro recuou 3,55% e 3,31% respectivamente (ALVARENGA; SILVEIRA, 2019). Mesmo com a lenta recuperação atual, a tendência é que o montante de capital disponível para investimento em startups continue subindo, em especial devido a queda acentuada da taxa de juros, que atingiu o menor patamar da história em 2020¹⁷ (BACEN, 2020) e leva os investidores a diversificar seus investimentos em busca de melhores retornos.

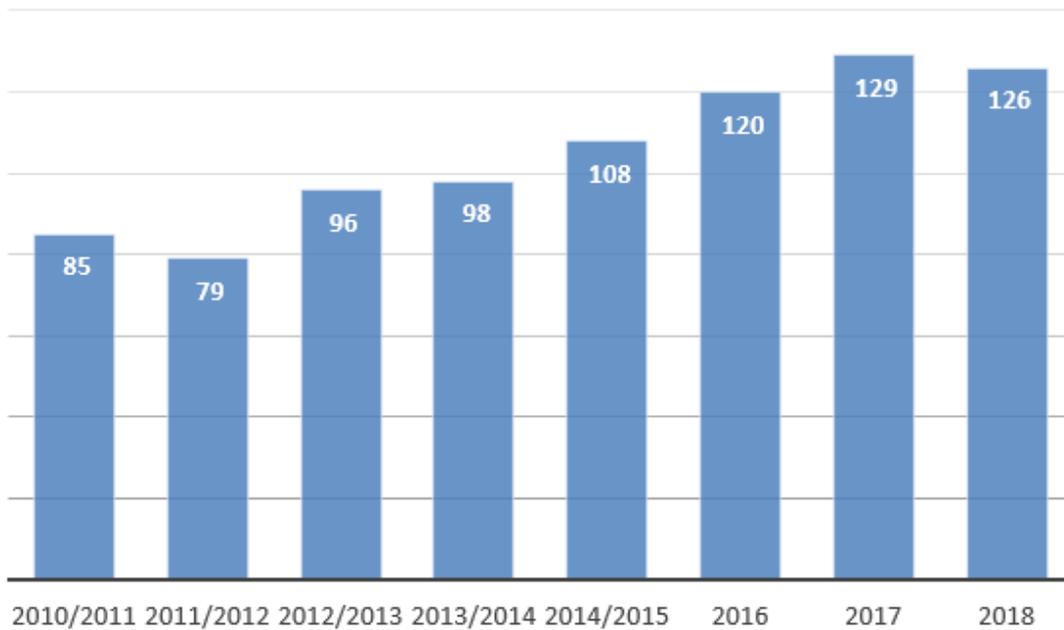
¹⁷ Segundo dados do Banco Central do Brasil – BACEN (2020), a meta para a taxa SELIC caiu de 14,25% ao ano em outubro de 2016 para 4,25% ao ano em fevereiro de 2020, reduzindo a rentabilidade dos investimentos de renda fixa dos investidores.

Figura 5: Crescimento do Número de Investidores Anjo

Fonte: Anjos do Brasil (2019, p. 7)

Figura 6: Crescimento do Valor Investido Anualmente (em milhões de reais)

Fonte: Anjos do Brasil (2019, p. 4)

Figura 7: Valor Médio por Investidor por Ano (em milhares de reais)

Fonte: Anjos do Brasil (2019, p. 10)

Ainda há uma disparidade de gênero muito grande neste mercado, sendo que 88% dos investidores anjo atuando no país são homens (ANJOS DO BRASIL, 2019). O gap de gênero está também fortemente presente nas atividades empreendedoras, com um número relativo muito maior de homens envolvidos na criação de empresas de base tecnológica (RANGA; ETZKOWITZ, 2010). Um estudo recente de Gompers e Wang (2017) analisou 42.502 empreendedores de startups, destes, 91,1% eram homens e 8,6% eram mulheres. Concentração que ocorre da mesma maneira nas empresas de *venture capital* e demais investidores que financiam o empreendedorismo. O mercado financeiro é caracterizado por uma elevada participação masculina e os profissionais dessa indústria tendem a se associar e se relacionar com empreendedores que compartilham das mesmas características demográficas que eles (GUZMAN; KACPERCZYK, 2019). Assim, quando investidores homens precisam definir onde aplicar os recursos, há uma tendência em escolher empresas criadas por outros homens. Dessa forma, a atração de mais mulheres para as empresas de investimento é uma das formas mais impactantes de alterar o gap de gênero existente.

Ainda de acordo com Anjos do Brasil (2019), os investidores se interessam principalmente pelos setores de serviços financeiros (52,1%), software (46,3%), saúde e biotecnologia (45,6%), educação (45%), *software as a service* - SaaS (43,2%), agricultura

(42,6%), negócios de impacto (38,5%) e energia (33,1%). Pode-se ver um grande interesse por startups que desenvolvam soluções para o setor de serviços financeiro. Essa indústria apresenta grandes oportunidades para as startups, pois existe um enorme contingente de pessoas no Brasil que ainda não tem conta corrente, poupança ou qualquer tipo de cartão. Estima-se que em 2018, eram 60 milhões de brasileiros que não possuíam acesso aos serviços financeiros (DALMAZO, 2018).

Para ampliar a oferta de capital e o número de investidores, além de dar maior segurança a eles, o governo federal promulgou a lei complementar nº 155/2016, ou “Lei dos Anjos”. Essa nova lei criou o “contrato de participação”, um instrumento de investimento que permite que o investidor aporte recursos na startup se tornando sócio, mas também tendo alguns atributos de credor. Nessa formatação, tanto pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimento podem realizar investimento anjo em empresas de pequeno porte, facilitando dessa forma a formação de grupos de investidores anjo que operem através de empresas de participação (DE LIMA E SILVA, 2017).

Segundo Apex-Brasil (2018), essa nova regulação do setor trouxe dois benefícios importantes. Primeiro, a lei concede maior proteção aos investidores anjo, protegendo-os de passivos que as startups possam ter. Apesar de saberem que esse investimento apresenta consideráveis riscos, um dos maiores receios dos investidores é de serem responsabilizados e terem que pagar por prejuízos maiores do que o valor aportado na empresa. Essa responsabilidade dos sócios investidores é ainda mais preocupante em casos de dívidas fiscais e trabalhistas. Pelo artigo 61-A, §4, inciso II da nova lei, foi estabelecido que o investidor anjo “não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil”. Em segundo lugar, outro benefício importante é que a participação de um investidor anjo na empresa não impede a sua opção pelo regime fiscal do SIMPLES NACIONAL, um regime tributário vantajoso destinado a pequenas empresas com faturamento anual de até R\$ 4.8 milhões. Mesmo com o investimento anjo, a empresa permanece podendo usufruir dos benefícios fiscais enquanto se enquadrar na faixa de faturamento permitida.

A lei também estabelece algumas outras características importantes nesses tipos de contrato: (i) o investidor anjo não será considerado sócio nem terá qualquer direito à gerência ou voto na administração da empresa (Art. 61-A, §4, I); (ii) será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos (Art. 61-A, §4, III); (iii) caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de

preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares (Art. 61-C); e (iv) os contratos de participação devem ter como finalidade incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos (Art. 61-A).

Além do novo contrato de participação, também é muito comum a utilização de contratos de mútuo conversível para investimento em startups no Brasil. Essa modalidade se caracteriza por ser um contrato de empréstimo com a possibilidade de conversão para participação acionária na empresa de acordo com as condições estabelecidas no contrato de mútuo. A vantagem desse instrumento é de permitir que o investidor só exerça seu direito de se tornar sócio somente se a empresa se desenvolver. Caso o negócio não tenha sucesso, por ser credor, ele tem menos probabilidade de ter de arcar com débitos fiscais e trabalhistas da empresa.

4.1.2 As aceleradoras brasileiras

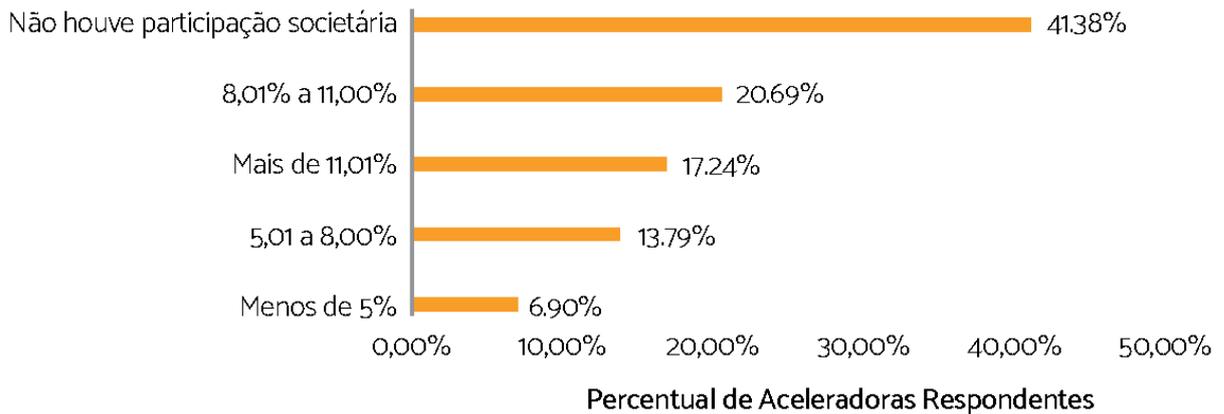
A Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores – ANPROTEC (2019) conceitua aceleradoras como:

Entidades jurídicas (com ou sem fins lucrativos) dedicadas a apoiar o desenvolvimento inicial de novos negócios inovadores (startups), por meio de um processo estruturado, com tempo determinado, que inclui a seleção, a capacitação, as mentorias, as oportunidades de acesso a mercados, a infraestrutura e serviços de apoio, além do aporte de capital financeiro inicial (próprio ou de sua rede de investidores), em troca de uma possível participação societária futura nos negócios acelerados (ANPROTEC, 2019, p.36).

As aceleradoras de empresas iniciaram atividade no Brasil recentemente. Apesar de ser um fenômeno relativamente novo, houve um crescimento considerável no número destes atores desde 2005. Um dos mais abrangentes estudos sobre o tema no país foi “O Panorama das Aceleradoras de Startups no Brasil” de Abreu e Campos (2016). Segundo o levantamento, o Brasil abrigava 40 aceleradoras em 2016, havendo uma concentração maior na região Sudeste. Até janeiro de 2016 já haviam sido aceleradas mais de 1.100 startups no Brasil. Em média as aceleradoras aceleram sete startups por ciclo de aceleração e executam dois ciclos por ano, sendo que cada ciclo tem duração média de 6 meses. Os autores apontam que há uma grande variação no valor aportado nas startups, com os investimentos ficando normalmente numa faixa entre R\$ 45 mil e R\$ 255 mil por empresa. A maior parte das aceleradoras exige

alguma participação acionária nas startups, sendo que em média o percentual é de 8%. Estudo realizado pela ANPROTEC (2019) aponta que a maior parte dos investimentos apresenta participação societária entre 8 e 11%, com algumas aceleradoras recebendo até mais de 11% em contrapartida pelo investimento (Figura 8).

Figura 8 – Participação Societária nas Startups



Fonte: ANPROTEC (2019, p.41)

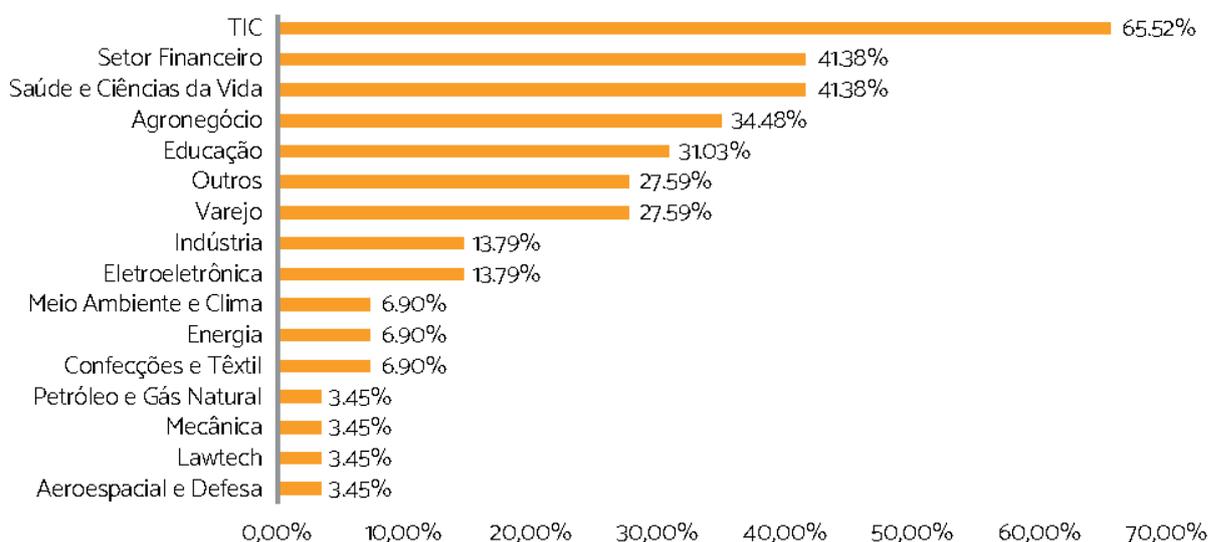
Já o mapeamento realizado por Da Silva Flor *et al.* (2018), em estudo conduzido de 2015 a 2016, identificou a existência de 62 aceleradoras (duas com atuação em mais de um Estado), distribuídas em todo território nacional conforme apresentado na tabela 2.

As aceleradoras brasileiras atuam no desenvolvimento de startups em diversos setores econômicos, com destaque para: Tecnologia de Informação e Comunicação, Setor Financeiro, Saúde e Ciências da Vida, Agronegócio e Educação (ANPROTEC, 2019). Novamente pode-se observar a relevância do setor financeiro como foco de interesse dos investidores no Brasil. O segmento de saúde também apresenta grandes desafios para o país, tornando essa indústria muito atrativa para que novas empresas busquem soluções que possam ser adotadas em larga escala. A figura 9 apresenta essa distribuição.

Tabela 2 – Distribuição Geográfica das Aceleradoras no Brasil

Região	Estado	Quantidade
Norte	Amazonas	1
Nordeste	Ceará	1
	Rio Grande do Norte	1
	Pernambuco	2
	Bahia	2
Centro Oeste	Distrito Federal	1
Sudeste	Minas Gerais	10
	Espírito Santo	2
	São Paulo	26
	Rio de Janeiro	9
Sul	Rio Grande do Sul	4
	Paraná	2
	Santa Catarina	3
Total		64

Fonte: Da Silva Flôr *et al.* (2018, p.7)

Figura 9 – Área de Atuação - Aceleradoras

Fonte: ANPROTEC (2019, p.39)

Os dados também indicam que são priorizadas para investimento as startups que já tenham atingido algum grau de maturidade e estejam em estágio de comercialização da solução (20%), seguido pelo estágio de venda piloto (18%), produto em teste interno (17%), protótipo funcional (15%), protótipo conceitual (14%), certificação (9%) e ideia (7%)

(ABREU; CAMPOS, 2016). Ribeiro, Plonski e Ortega (2015), apontam, no quadro 9, a existência de cinco tipos diferentes de aceleradoras operando no Brasil.

Quadro 9 – Tipologia de Aceleradoras no Brasil

Aceleradora aberta	Oferta de investimento financeiro com contrapartida ligada à propriedade na empresa. Voltadas para empresas de alto crescimento e geralmente centradas em tecnologias de comunicações e informação. Exemplos: 21212 e Aceleratech.
Aceleradora corporativa	Oferta de investimento financeiro com contrapartida ligada à propriedade da empresa. Centram-se nos ramos de atuação das empresas mantenedoras dos programas. Exemplos: Wayra (Telefônica) e Abril Plug & Play (Editora Abril).
Pré-aceleradora	Sem investimento financeiro, com duração reduzida (em média 5 semanas), operação financeira do modelo dependente de patrocínios, eventos e parcerias diversas. Exemplos: Startup Farm e Next.
Aceleradora social	Programas centrados no desenvolvimento de negócios sociais, comumente sem relação financeira estabelecida. Operação geralmente vinculada a fundos de investimentos direcionados a esse perfil. Exemplos: Artemisia e Instituto Quintessa.
Aceleradora pública	Oferta de investimento financeiro sem contrapartida. Originada por estímulo de órgãos públicos com interesse em desenvolvimento econômico regional. Exemplo: SEED do Governo de Minas Gerais.

Fonte: Ribeiro, Plonski e Ortega (2015, p.11)

Nos últimos anos foram lançados diversos programas de fomento ao empreendedorismo e ao desenvolvimento de startups. Um destes programas, chamado de Startup Brasil teve propósito de apoiar o desenvolvimento de startups com a aplicação de um novo modelo combinando a oferta de capital com um programa capacitação e mentoria realizado por aceleradoras de empresas. Nessa parceria, o governo federal aportava recursos nas startups de forma não reembolsável, enquanto as aceleradoras realizavam investimento direto com participação na startup (RONCARATTI, 2017). O Startup Brasil foi criado pelo Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTIC) no ano de 2012 com o foco de apoiar o desenvolvimento prioritário de startups que atuassem nas áreas de software, hardware e serviços de tecnologia da informação. Entre os anos de 2013 e 2015, quatro turmas foram apoiadas, com recursos públicos que atingiram aproximadamente R\$ 34 milhões. Nas chamadas públicas, foram recebidas 2.855 inscrições de mais de 57 países. Ao todo, 183 empresas foram selecionadas para receber a aceleração do programa (RONCARATTI, 2017). O quadro 10 apresenta as principais características do programa. Depois do período indicado, não houve novas edições do Startup Brasil, isso pode indicar que o poder público entendeu já haver um número suficiente de aceleradoras distribuídas pelo território nacional. O modelo de negócio das aceleradoras apresenta a particularidade de gerar caixa somente no longo prazo já que elas têm seu principal retorno financeiro oriundo da venda da participação nas startups.

Com isso, pode-se ver nos últimos anos que as aceleradoras brasileiras têm ampliado suas atividades de forma a sustentar as operações no curto prazo. Os novos serviços incluem a realização de consultorias de inovação corporativa e estruturação de programas de conexão entre startups e grandes empresas (BARBOSA, 2019; CAPELAS, 2019)

Quadro 10 – Principais Elementos do Programa Startup Brasil

Nome da iniciativa	Startup Brasil
Responsável pelo desenho e adoção da iniciativa	Governo federal – MCTI
Objetivo declarado	Apoiar o desenvolvimento de startups que atuem nas áreas de software, hardware e serviços de TI, ou ainda startups que se proponham a utilizar essas tecnologias como elementos do seu esforço de inovação.
Objetivo estratégico	Promoção da inovação e desenvolvimento de novas tecnologias.
Ano de implantação	2012
Tipo de startup incentivada	Empresas baseadas em nova tecnologia, startups baseadas em oportunidade.
Estágio do estabelecimento do negócio promovido	Semente e startup.
Tipo de instrumento	Apoio financeiro por meio de recursos não reembolsáveis (bolsas) e investimentos em capital de risco (equity), aconselhamento legal e de gestão, infraestrutura, apoio de marketing e acesso a mercados.
Montante financeiro por projeto ou startup aportado pelo governo	R\$ 200 mil.
Participação da iniciativa privada ou do setor acadêmico	Investimentos em capital de risco e aconselhamento/mentoria de aceleradoras.

Fonte: Roncaratti (2017, p. 218)

4.1.3 O *corporate venture capital* no Brasil

O estudo mais recente sobre *corporate venture* no Brasil foi realizado pela ANPROTEC e SEBRAE em 2018. No trabalho, as entidades aplicam um conceito mais abrangente de *corporate venturing*, não limitado somente a iniciativas de *corporate venture capital*. O estudo trabalha com o conceito seguinte:

Corporate venturing são investimentos de corporações em iniciativas internas em novos negócios e também externas por meio de parcerias com startups. E também investimento de capital conduzido por fundo independente contratado ou por meio de veículo próprio de investimento. O estudo também define como *Corporate Venturing Capital* apenas o investimento de fundos corporativos diretamente em startups externas ou startups originadas de spin-offs (SEBRAE; ANPROTEC, 2018, p. 11).

O estudo demonstra também que essas iniciativas no país são muito recentes. 61,9% das empresas respondentes afirmaram atuar com *corporate venturing* há menos de 2 anos.

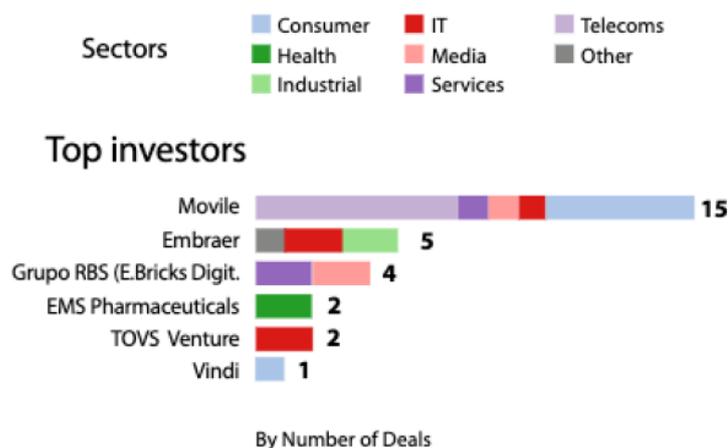
Além da inovação e atenção aos impactos da 4ª revolução industrial, a necessidade de redução de custo, aumento de produtividade e busca de novas formas de geração de caixa também têm contribuído para a popularização do tema *Corporate Venturing* entre um número crescente de negócios no Brasil” (SEBRAE; ANPROTEC, 2018. P.17).

O relatório do SEBRAE e ANPROTEC (2018) aponta que o Brasil esteja vivenciando a sua terceira onda de *corporate venturing*. A primeira onda iniciou-se no final da década de 1990, momento em que ocorria o período que ficou conhecido como a primeira bolha da internet. Nesse período surgiram as iniciativas pioneiras no país como o Grupo Cisneros da Venezuela que criou a Eccelera Investimentos no Brasil em 1999 e o Grupo Votorantim com a criação do braço Votorantim Novos Negócios em 1996. Com o estouro da bolha em 2001, o interesse por esses programas diminuiu. A segunda onda ocorreu no final da década de 2000, período em que o Brasil mostrava boas perspectivas de crescimento e foi marcado pelo início das atividades da Qualcomm Ventures em 2012 e a eBricks do grupo RBS em 2013. A atual terceira onda é caracterizada por uma grande quantidade de corporações de diferentes setores iniciando relacionamento com startups. Muitas vezes, esse interesse de integração envolve diferentes áreas das grandes empresas, não necessariamente concentrada no foco prioritário de atuação do negócio, como era característico nas duas primeiras ondas.

Nas grandes empresas as principais motivações para essas iniciativas são para realizar investimentos e parcerias com startups, e transformar projetos internos em novos negócios. Os setores considerados mais importantes para iniciativas de *corporate venturing* foram: tecnologia da informação, serviços financeiros e agrobusiness.

De acordo com dados da Global Corporate Venturing Analytics (2018) apud SEBRAE e ANPROTEC (2018, p. 69) para o mercado brasileiro, dentre as empresas que divulgam seus dados, destacam-se quatro iniciativas: Movable, Grupo RBS, Embraer, e TOTVS Ventures. Muitas vezes, as empresas tratam essas informações de forma sigilosa devido ao caráter estratégico dessas operações, o que torna o mapeamento dessas iniciativas um trabalho complexo. A figura 10 apresenta os principais setores e investidores dessa modalidade.

Figura 10: Os Maiores CVCs Brasileiros



Fonte: Global Corporate Venturing Analytics (2018) apud SEBRAE e ANPROTEC (2018, p. 70)

Já para as startups entrevistadas, o principal objetivo quando buscam uma parceria com *corporate venturing* é acesso à recursos financeiros para alavancar o seu negócio/tecnologia, seguido de *networking* com grandes agentes e teste do seu produto com a grande empresa (SEBRAE; ANPROTEC, 2018).

4.1.4 Plataformas brasileiras de *crowdfunding*

No Brasil, os principais tipos de plataformas de *crowdfunding* em operação são dos modelos de recompensa e de investimento, enquanto que o modelo de empréstimo ainda está iniciando no país.

As principais plataformas brasileiras por recompensa são o Kickante e o Catarse (POTENZA; DE OLIVEIRA, 2016). A Catarse é uma das plataformas mais antigas do país, fundada no ano de 2011 e que apoia campanhas no modelo de “tudo ou nada”, no qual o proponente só leva o recurso se atingir a meta mínima de captação, e no modelo “flexível”, em que o idealizador arrecada qualquer valor que for aportado na campanha. Em 2018 mais de R\$ 20 milhões foram transacionados na plataforma, financiando 2.212 projetos em diversas categorias, sendo literatura, música e jogos as principais (CATARSE, 2019). A plataforma Kickante foi criada em 2013 e também trabalha nos formatos “tudo ou nada” e “flexível”. A plataforma auxilia na viabilização de projetos em três categorias: causas,

criativo e empreendedorismo. Como remuneração a plataforma retém 12% do valor arrecadado nas campanhas. Até 2017 a empresa já havia apoiado mais de 72 mil campanhas e captado mais de R\$ 57 milhões em colaborações (BATISTOTI, 2017). Além destas, outras plataformas como a Benfeitoria, Vakinha e Juntos com você, são focadas em projetos de impacto social, cultural e ambiental.

Já as plataformas de *crowdfunding* de investimento começam a surgir no Brasil a partir de 2014. Logo começam a surgir debates sobre a legalidade desse mecanismo de captação, já que de acordo com a lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, todas as ofertas públicas de capital deveriam ser registradas na CVM e deveriam ser intermediadas por agente financeiro autorizado (SIQUEIRA; DINIZ, 2017). Em 2003 a CVM editou a instrução nº 400 que dispensava as microempresas (ME) e as empresas de pequeno porte (EPP) de registro, desde que não fossem sociedades por ação. Essa instrução possibilitou o início de operação das primeiras plataformas de *crowdfunding* de investimento, com a criação da plataforma Broota em 2014 (SIQUEIRA; DINIZ, 2017). Já no ano de 2015 foram conduzidas 43 ofertas com dispensa de registro na CVM. (CVM, 2016). Para regular o mercado, promover seu desenvolvimento e proteger os potenciais investidores, a CVM lança instrução normativa nº 588 em 2017 com a função específica de regulamentar a atuação das plataformas de investimento (SIQUEIRA; DINIZ, 2017). Segundo Siqueira e Diniz (2017), o novo modelo traz as seguintes alterações em relação ao que vinha sendo praticado: (i) qualquer empresas com faturamento anual de até R\$ 10 milhões pode fazer oferta via plataforma com dispensa de registro; (ii) as empresas podem captar até R\$ 5 milhões ao ano via plataforma; (iii) os investidores têm a limitação de poderem investir até R\$ 10 mil ao ano, exceto quando for investidor qualificado ou quando sua renda bruta anual ou montante de investimentos financeiros forem superiores a R\$ 100.000,00; (iv) todas as plataformas devem estar devidamente registradas no órgão regulador e devem ter patrimônio líquido mínimo de R\$ 100.000,00, além de estarem obrigadas a informar periodicamente as ofertas disponíveis e captações; (v) é permitida a sindicalização nas plataformas, desde que os investidores líderes sejam comprovadamente experientes; e (iv) as plataformas podem ser remuneradas por taxas fixas, taxas de sucesso caso os empreendedores tenham sucesso na captação do valor alvo, e por taxa de desempenho através da performance do investimento em evento de liquidez.

A norma serve para proteger o investidor e atribuir responsabilidades às plataformas. Conforme Siqueira e Diniz (2017):

A reguladora reconhece que há muitos riscos envolvidos nesse tipo de investimento, sendo principalmente: a falta de liquidez, pois não há mercado secundário; os prazos envolvidos, que são bem maiores que outros investimentos, em função dos ciclos de desenvolvimento de uma startup; bem como o risco do projeto não se concretizar e a empresa não se converter em sociedade por ação, nesse caso, o investidor pode perder todo seu valor investido (SIQUEIRA; DINIZ, 2017, p. 8).

A regulamentação favoreceu o crescimento rápido do mercado. Segundo dados da CVM (2019), campanhas de financiamento na modalidade de investimento captaram mais de R\$ 46 milhões em 2018, valor 451% superior aos R\$ 8,3 milhões captados em 2016, quando a nova norma ainda não estava vigente. O número de investidores também registrou alta, subindo de 1.099 em 2016 para 8.966 em 2018. O número de empresas que captaram recursos via plataforma passou de 24 em 2016 para 46 em 2018, com elevação considerável no valor médio captado que passou de R\$ 342.621,82 para R\$ 1.000.137,83 nesse período. Uma consequência desse crescimento foi uma maior dispersão de investidores já que o número médio de investidores por oferta cresceu de 31 em 2016 para 195 em 2018, com redução do investimento médio por investidor de R\$ 7.591,38 para R\$ 5.131,20 nesse intervalo de tempo.

O número de plataformas também cresceu, passando de 4 em 2016 para 14 em 2018. Duas destas se estabeleceram como as principais no financiamento de novas empresas: Kria e Eqseed. Até junho de 2019, já haviam sido investidos mais de R\$ 31 milhões através da plataforma Kria (originalmente Broota) em mais de 60 empresas (KRIA, 2019). Pela plataforma Eqseed, mais de 25 rodadas de investimento já foram concluídas, totalizando valor superior a R\$ 22 milhões (EQSEED, 2019). O grande crescimento dessas plataformas mostra que o investimento em startups tem se popularizado mesmo entre investidores não profissionais e que não tem conhecimento e experiência na realização de investimentos em startups. Essa busca por retornos mais elevados em relação às opções tradicionais de renda fixa ou ações é uma oportunidade adicional de financiar o desenvolvimento dessas empresas nascentes. No entanto, como o mercado ainda não está maduro, há uma preocupação dos legisladores sobre o real entendimento por parte dos investidores sobre os riscos envolvidos nessas operações e a CVM planeja realizar nova audiência pública sobre o tema no ano de 2020 (CVM, 2020).

4.1.5 Os fundos de capital de risco no Brasil

O Capital de Risco no Brasil vem sendo estudado há alguns anos e dois trabalhos são referência nesse campo. Viabilizado pelo Centro de Estudos em Private Equity da FGV – Gvcepe, e elaborado por Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), foi realizado o Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital no ano de 2005. Em 2011 o estudo foi atualizado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI que lançou o Segundo Censo Brasileiro, que aprofundou o trabalho original e atualizou os dados até 2009. Desde 2012, a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital – ABVCAP passou a elaborar um estudo anual consolidando os dados da indústria no Brasil.

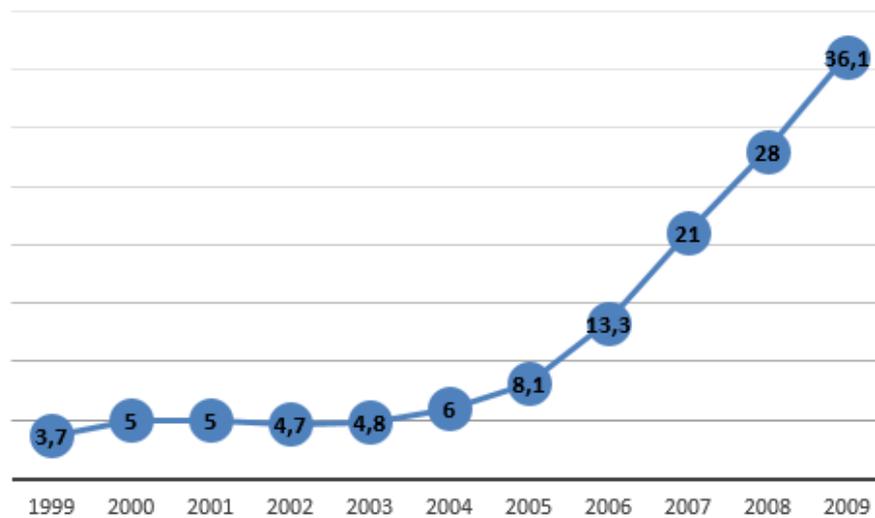
As atividades desta modalidade de investimento no Brasil começaram a ocorrer no final da década de 1970. A primeira gestora privada de *Venture Capital* foi a Brasilpar, fundada no ano de 1976 (MEIRELLES; PIMENTA JUNIOR; REBELATTO, 2008). No entanto, diversas das gestoras criadas deixaram de operar devido a instabilidade macroeconômica característica dos anos 1980 (FERRAZ, 2013). Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), somente depois da estabilização monetária possibilitada pelo Plano Real de 1994 é que teve início o principal ciclo de crescimento dos investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*.

No final dos anos 1990 houve uma queda no número de novos entrantes no mercado principalmente em decorrência da crise cambial no período. Aliado a isso, outros fatores impactaram negativamente o desenvolvimento do setor no início dos anos 2000, como a bolha das empresas de tecnologia da informação, a crise energética de 2001, as eleições presidenciais de 2002 e os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001 nos EUA (ABDI, 2011). Como resultado, o capital comprometido total¹⁸ ficou praticamente estático no patamar de USD 5 bilhões nesse período.

A partir de 2005, iniciou-se um novo ciclo de crescimento da indústria, favorecido pelo crescimento econômico e pela regulamentação dos Fundos de Investimento em Participações – FIPs pela CVM no ano de 2003 (FERRAZ, 2013). No período entre 2005 e 2009, o capital comprometido passou de USD 8,1 bilhões para USD 36,1 bilhões, como pode ser observado na figura 11.

¹⁸ O Capital Comprometido Total é o capital subscrito total pelos investidores e considera valores já aportados e a aportar nos veículos de investimento em operação em 31 de dezembro de cada um dos anos. Quando o fundo encerra suas operações, este veículo é retirado do estudo (KPMG, 2019).

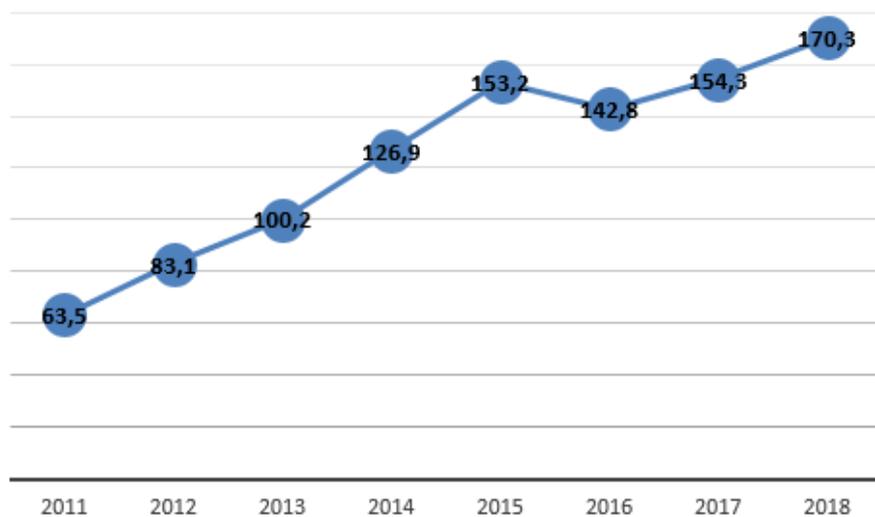
Figura 11: Capital Comprometido (valores nominais, USD Bilhões)



Fonte: Ferraz (2013, p.76)

Depois de 2011, a ABVCAP passou a consolidar um relatório anual em parceria com a empresa de consultoria KPMG, reunindo dados relevantes da indústria. De acordo com seu levantamento, os investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil passaram de BRL 63,5 bilhões em 2011 para BRL 170,3 bilhões em 2018. Nesse intervalo, só houve redução em 2016 como resultado da crise econômica vivenciada no país. Em 2017, o capital comprometido já havia retornado aos patamares observados em 2015. A figura 12 apresenta a evolução anual do mercado.

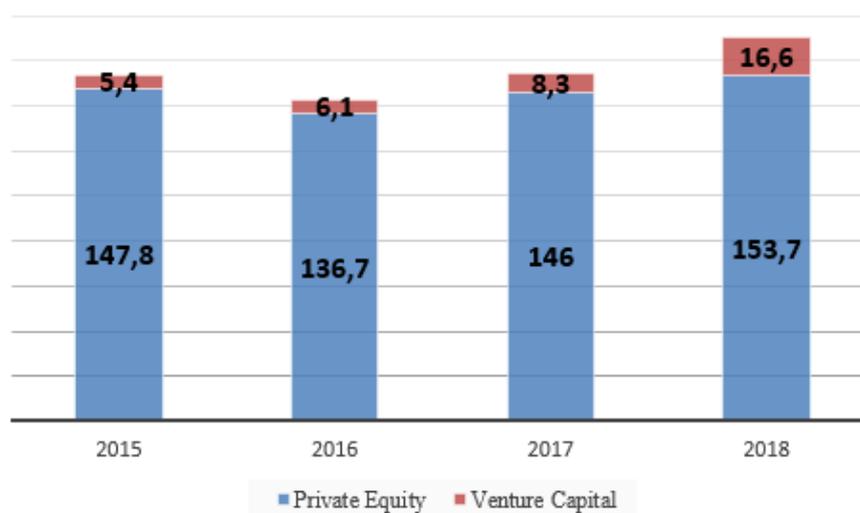
Figura 12: Capital Comprometido (em bilhões de reais)



Fonte: KPMG (2019, p.5)

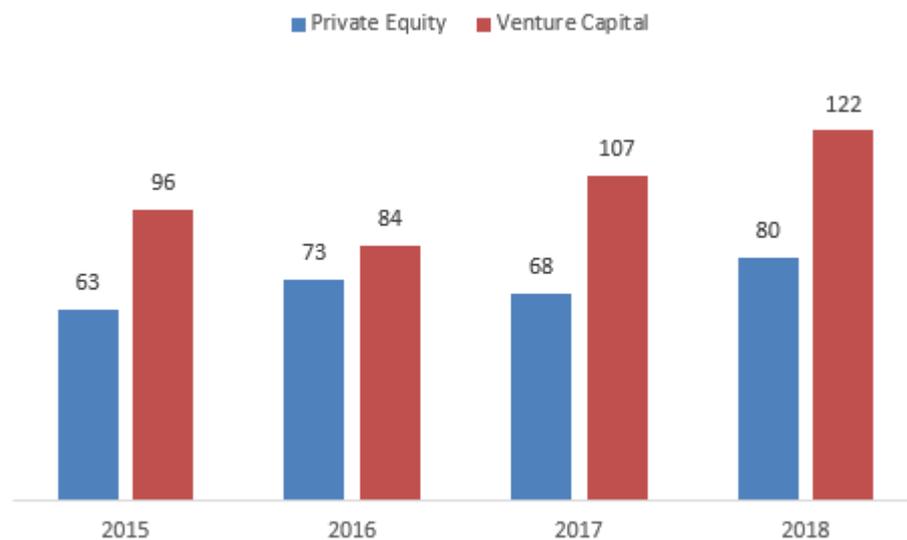
Do valor do capital comprometido, a maior parte destina-se a operações de *Private Equity*, representando BRL 153,7 bilhões dos BRL 170,3 bilhões no ano de 2018. Na figura 13 pode-se observar a evolução do capital comprometido por modalidade de investimento. Essa concentração demonstra que a maior parte do capital ainda é destinado principalmente ao investimento em grandes empresas. Entretanto, a evolução percentual do capital comprometido destinado a operações de *venture capital* é mais significativa, tendo avançado 100% entre os anos de 2017 e 2018, enquanto que o capital para *private equity* teve acréscimo de 5,2% nesse período.

Figura 13: Capital Comprometido por Modalidade de Investimento (em bilhões de reais)



Fonte: Elaboração própria com base em KPMG (2019)

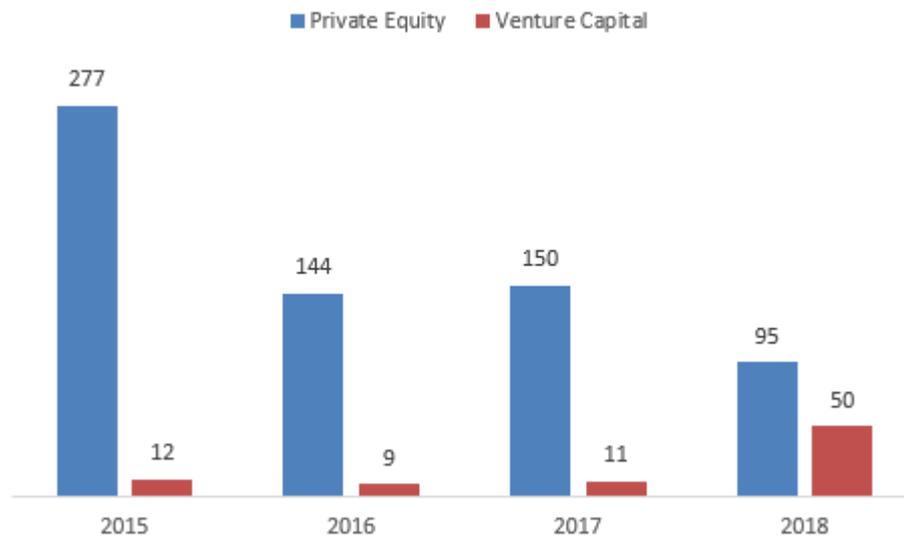
Apesar do menor capital comprometido, o número de empresas investidas pelos instrumentos de *Venture Capital* é maior do que de *Private Equity*, já que o valor médio de capital aportado por empresa é menor. A figura 14 mostra que houve uma evolução no número de empresas investidas nos últimos anos, considerando ambas as modalidades de investimento. Além disso, na figura 15, observa-se que o valor médio de investimento em *Venture Capital* tem crescido com a realização de grandes operações realizadas por investidores internacionais.

Figura 14: Quantidade de Empresas Investidas

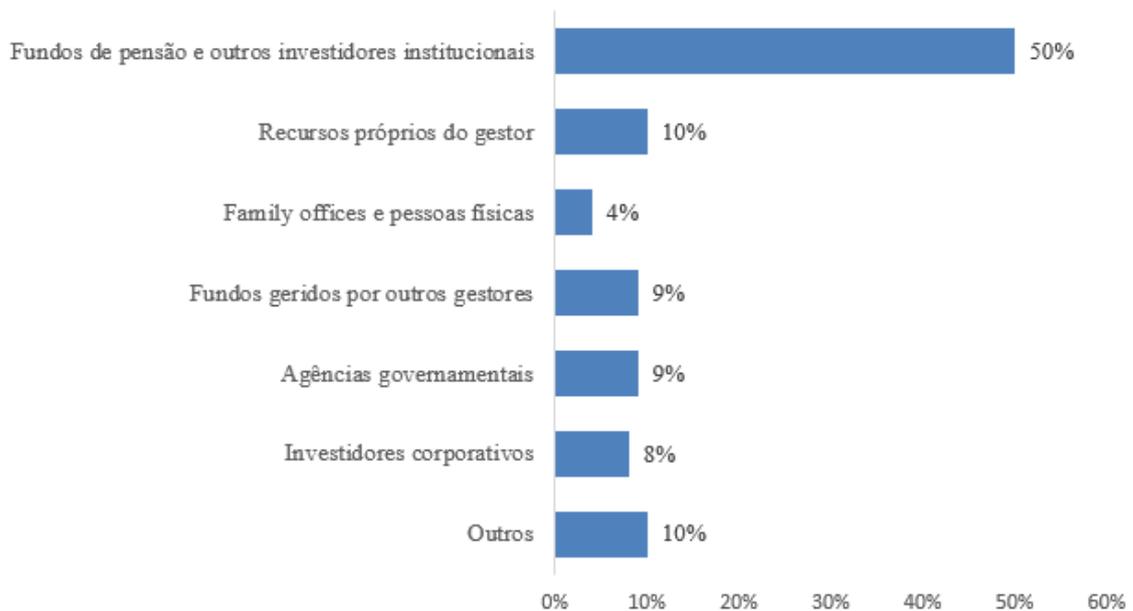
Fonte: Elaboração própria com base em KPMG (2019)

O valor médio investido por empresa pode estar crescendo pelo grande aumento do capital disponível para investimento no Brasil, o que acirra a disputa entre os investidores pelas melhores startups. Além disso, pode-se observar também nos últimos anos o maior interesse dos fundos de investimento internacionais pelas startups brasileiras (MUNARO, 2019). Essas condições melhoram o poder de negociação dos empreendedores, que podem agora escolher entre diversas opções e favorecer aqueles investidores que apresentarem as melhores condições contratuais e maior atribuição de valor para a *startup*.

Dentre os principais investidores em fundos no Brasil, pode-se destacar o papel dos fundos de pensão e outros investidores institucionais que representam aproximadamente 50% de todo capital comprometido dos fundos. A figura 16 ressalta a participação proporcional de cada tipo de investidor nessa modalidade.

Figura 15: Valor Médio do Investimento (em milhões de reais)

Fonte: Elaboração própria com base em KPMG (2019)

Figura 16: Percentual do Capital Comprometido por Tipo de Investidor (2018)

Fonte: Elaboração própria com base em KPMG (2019)

Essa grande representatividade demonstra a importância do setor público para o desenvolvimento de *venture capital* no Brasil, em especial por meio dos esforços do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e da Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP (FERRAZ, 2013). Essas instituições atuaram de forma a catalisar os

investimentos públicos e privados em empresas inovadoras, possibilitando que os gestores profissionais se desenvolvessem e que essa indústria se tornasse mais madura e com práticas operacionais mais adequadas às necessidades das empresas (FERRAZ, 2013).

O BNDES começou sua atuação como investidor em 1974, com a criação de três subsidiárias voltadas para este fim. Em 1982 elas foram fundidas dando origem ao braço de investimento do BNDES conhecido como BNDESPAR (ABDI, 2011). Em março de 2016 o portfólio de investimentos do BNDES era composto por 43 fundos, sendo 21 de *venture capital*, 17 de *private equity* e cinco Funcines. O patrimônio de R\$ 3 bilhões de reais alocado nestes fundos torna o BNDES o maior investidor brasileiro nesta modalidade de investimento (SILVA; BIAGINI, 2015).

4.2 CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E STARTUPS

Este subcapítulo visa apresentar as principais características dos fundos de investimento e das startups entrevistadas ao longo do trabalho. Inicia-se pela descrição individual dos quatro fundos analisados e na sequência apresenta-se cada uma das startups, seu foco de atuação e histórico de investimento.

4.2.1 Características dos fundos de investimento analisados

4.2.1.1 FundoA

A empresa de investimentos que realiza a gestão do FundoA é pioneira no mercado brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, tendo mais de 35 anos de experiência. Com sede no Rio Grande do Sul, a empresa já realizou a gestão de 10 fundos voltados a investimento tanto em pequenas como grandes empresas. Desde sua fundação, a gestora já realizou mais de 90 operações de investimento em diversos setores econômicos e 52 operações de desinvestimento. Atualmente são 24 empresas no portfólio de fundos ativos (FUNDOA, 2019).

No ano de 2013, a empresa firmou parceira com outra gestora de fundos com sede no Estado de Santa Catarina com o objetivo de aprimorar o ambiente de *Venture Capital* no Brasil. Essa parceria deu origem à criação do FundoA, com foco no investimento em empresas em fase inicial, que apresentem alto potencial de crescimento e conteúdo inovador.

O FundoA tem como setores de investimento prioritários: TI & Telecom, Mídias Digitais, Ciências da Vida e Tecnologias Limpas. As empresas a serem investidas devem ter faturamento anual máximo de R\$ 16 milhões e que estejam localizados preferencialmente nas regiões sul e sudeste do Brasil. Os investimentos do fundo partem de R\$ 1 milhão por empresa, podendo alcançar até R\$ 10 milhões. Atualmente, o fundo já encerrou seu ciclo de investimento e conta com 15 empresas investidas. São seis pessoas que compõem a equipe responsável pelas atividades de prospecção e avaliação de novas oportunidades, e monitoramento das investidas. Essa equipe realiza reuniões semanais para discussão das novas oportunidades prospectadas e acompanhamento das demais empresas no funil de avaliação (FUNDOA, 2019).

Os investidores que aportaram recursos no FundoA são: Finep (Financiadora de Estudos e Projetos), FIEP (Federação das Indústrias do Estado do Paraná), BID-FUMIN (Fundo Multilateral de Investimento), IFC (International Finance Corporation), CAF (Cooperação Andina de Fomento) e alguns investidores privados (ABVCAP, 2015).

4.2.1.2 FundoB

A gestão do FundoB é realizada de forma cooperativa entre um gestor nacional e a empresa responsável pela assessoria operacional do fundo. Como a assessoria operacional atua mais diretamente na prospecção de investimentos e acompanhamento do portfólio, a entrevista foi realizada com profissional responsável por esta empresa.

A assessoria foi constituída em 2012, sendo fundada por três gestores regionais do Fundo Criatec I. Os sócios fundadores participaram do processo de investimento e acompanhamento de 18 das 36 empresas investidas pelo Fundo Criatec I. Em 2013 a assessoria firmou parceria com a gestora de fundos de investimento selecionada para fazer a gestão do FundoB. Sediada em Minas Gerais, a assessoria ficou responsável pela atuação direta na originação de investimentos, geração de valor, acompanhamento e desinvestimento do portfólio do fundo. Atualmente somente fazem assessoria para o FundoB e sua equipe de análise e acompanhamento é composta por 12 profissionais. Gestora e assessoria firmaram parceria novamente recentemente para captação de um novo fundo de investimento que investirá em até 10 empresas que tenham faturamento anual entre R\$ 20 milhões e R\$ 300 milhões. Essa novo fundo terá ênfase no crescimento das empresas, internacionalização e profissionalização da gestão das investidas (FUNDOB, 2019).

Com R\$ 186 milhões sob gestão, o FundoB realizou investimentos em 36 empresas entre os anos de 2014 e 2018. Receberam capital empresas com faturamento máximo de R\$ 10 milhões no ano anterior ao investimento e com atuação prioritária nos setores de Tecnologia da Informação, Biotecnologia, Novos Materiais, Nanotecnologia e Agronegócios.

Os investidores que aportaram recursos no FundoB são: BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), BNB (Banco do Nordeste), BADESUL (Banco de Desenvolvimento do Estado do Rio Grande do Sul), BDMG (Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais), e BRB (Banco de Brasília) (FUNDOB, 2019).

4.2.1.3 FundoC

De forma similar aos fundos A e B, o FundoC também é realizado sob forma de cogestão entre um gestor e uma empresa de consultoria operacional, ambos sediados no Rio de Janeiro. As empresas foram selecionadas por um edital público da Finep em 2014 para realizar a gestão do fundo.

O FundoC também é um fundo de capital semente com objetivo de investir em empresas inovadoras e com alto potencial e crescimento. Possui como diferencial o direcionamento do investimento em empresas incubadas ou graduadas em incubadoras e parques tecnológicos. Dessa forma, além de gerar retornos financeiros aos cotistas, o fundo espera auxiliar no desenvolvimento do ecossistema de inovação nacional. Apesar de estar sediado no Rio de Janeiro, a rede de parcerias formada com parques e incubadoras em todo território nacional possibilita o investimento nestes ambientes de inovação e a descentralização dos recursos. A equipe de profissionais envolvida no fundo é composta por 11 pessoas, sendo sete da gestora e outros quatro da consultoria operacional (FUNDOC, 2019).

O FundoC investe prioritariamente em empresas com faturamento anual de até R\$ 16 milhões ao ano que atuem nos setores de Tecnologia da Informação e Comunicação, Energia, Sustentabilidade e Economia Criativa. Com R\$ 100 milhões sob gestão, o FundoC realizou investimentos em 10 empresas entre os anos de 2014 e 2018 e projeta investir em mais 10 até 2021.

Os investidores com capital alocado no FundoC são: Finep (Financiadora de Estudos e Projetos), BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), Bandes (Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo), BDMG (Banco de Desenvolvimento de

Minas Gerais) e Fapemig (Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais) (FUNDOC, 2019).

4.2.1.4 FundoD

O FundoD tem sua gestão realizada por uma administradora de recursos sediada na cidade de Florianópolis, Santa Catarina. A gestora foi criada em 2008 através de uma parceria realizada entre uma gestora de recursos mineira e uma consultoria catarinense. Seu primeiro fundo, lançado em 2010, foi destinado a investir em empresas sediadas no Estado de Santa Catarina e que tivessem foco nas áreas de Tecnologia da Informação e Biotecnologia. Em 2016, lançou o FundoD com objetivo de investir em empresas em estágio inicial que estivessem sediadas nos três estados da região sul do Brasil. O fundo investe prioritariamente em negócios B2B baseados em software, preferencialmente com modelo de negócio SaaS, potencial para internacionalização e que tenham pelo menos dois empreendedores. O fundo teve de investir 80% do capital em startups com receita bruta anual inferior a R\$ 3.6 milhões e até 20% dos recursos em startups com receita bruta anual inferior a R\$ 16 milhões (FUNDOD, 2019).

O FundoD já encerrou sua fase de investimento e encontra-se atualmente realizando o monitoramento das oito investidas desde 2016. O capital ainda disponível está sendo utilizado para realização de novas rodadas de investimento nas startups do portfólio atual. E equipe de gestão do fundo é composta por seis pessoas, sendo três sócios e três colaboradores (FUNDOD, 2019).

O FundoD possui cinco investidores pessoa física e oito investidores pessoa jurídica, sendo que o maior investidor individual é a Finep, com capital comprometido de R\$ 60 milhões. O FundoD foi selecionado pela Finep na 6ª chamada pública do programa Inovar Semente (FINEP, 2020).

4.2.2 Características das startups analisadas

4.2.2.1 StartupA1

A startupA1 é uma empresa catarinense fundada no ano de 2009 desenvolve soluções de internet das coisas para o mercado de saúde, com ênfase no desenvolvimento de hardwares

e softwares para a gestão da cadeia do frio. A solução possibilita o acompanhamento remoto da temperatura de diversos equipamentos, reduzindo o risco de perda dos materiais. Todas as informações são registradas e podem gerar relatórios customizados, atendendo as normas e exigências da vigilância sanitária. Em caso de necessidade são emitidos alertas para que as providências possam ser tomadas em tempo adequado. Os principais clientes da empresa são hospitais, clínicas médicas, bancos de sangue, laboratórios e indústria farmacêutica (STARTUPA1, 2019).

A empresa conseguiu inicialmente se financiar com capital dos sócios e com recursos de fontes de subvenção, como Finep, CNPq e Fapesc. No ano de 2014 foi recebido um investimento de R\$ 500 mil reais de uma empresa do setor de saúde na modalidade de *corporate venture capital*. Além do valor financeiro, a empresa investidora também se comprometeu em disponibilizar toda rede comercial de representantes no Brasil e no exterior, além da possibilidade da participação conjunta em feiras. Em 2016, devido a necessidade de continuar crescendo, investindo recursos em equipamentos e ampliação comercial, a empresa teve de buscar uma nova rodada de investimento. Inicialmente foi abordada a própria empresa que havia realizado o primeiro aporte, mas por indisponibilidade de caixa ela não pode investir. Assim iniciaram tratativas com cinco gestores de investimento e acabaram firmando contrato com o FundoA.

4.2.2.2 StartupA2

A StartupA2 é uma plataforma de big data para marketing digital. A plataforma desenvolvida pela empresa busca entender o perfil e o comportamento das pessoas, segmentando elas em públicos. Isso possibilita que o marketing digital possa ser feito de forma mais direcionada, inteligente e autônoma. Almejam que as empresas se tornem menos dependentes de ferramentas como o Google e o Facebook, deixando o acesso aos dados do lado do cliente e possibilitando maior autonomia para criação de campanhas (STARTUPA2, 2019).

A empresa realizou sua primeira captação em 2015 com a entrada de um investidor anjo que aportou R\$ 200 mil. Nesta etapa os empreendedores ainda só tinham a ideia de negócio, mas ainda não haviam desenvolvido a ferramenta. Ao longo de 2016 a empresa ainda recebeu aportes menores de diversos investidores anjo, até receberem o primeiro investimento de uma gestora profissional em 2017. Essa gestora é responsável pela gestão do

patrimônio pessoal de um executivo de sucesso e não realiza investimento com capital de terceiros, dessa forma apresenta tanto características de uma administradora de recursos quanto de um investidor anjo. O montante investido em 2017 foi de R\$ 600 mil reais. Em 2018 a empresa fechou acordo do primeiro aporte de um investidor institucional através do fundoA, que fez o investimento em duas parcelas, uma de R\$ 1 milhão em 2018 e outra de R\$ 1,5 milhão em 2019. Ao todo a empresa recebeu R\$ 3,69 milhões de reais de 14 investidores anjo e dois fundos de investimento.

4.2.2.3 StartupB1

Fundada em 2016, a StartupB1 é uma startup de tecnologia que ajuda os anunciantes e também as agências de publicidade a obter uma melhor performance com a mídia out of home (OOH), que é também conhecida no Brasil como mídia exterior, ou seja, mídia em outdoors, elevadores, metrô, etc. O mercado é muito fragmentado e as empresas têm muitas opções para anunciar, no entanto faltam dados para mensurar e planejar as campanhas. A empresa busca resolver esse problema, facilitando que anunciantes e agências possam criar campanhas de mídia exterior com o auxílio de dados, tornando o processo mais assertivo (STARTUPB1, 2019).

A empresa recebeu seu primeiro investimento de uma aceleradora no ano de 2017 no valor de R\$ 150 mil. Depois deste investimento inicial, até a entrada do FundoB, a empresa recebeu ainda investimento de um investidor anjo da região nordeste e investimento de uma empresa especializada em investimentos para startups em estágio inicial que reúne diversos investidores pessoas físicas e jurídicas. O valor dessa rodada não pode ser divulgado. O FundoB realizou o investimento de R\$ 2,5 milhões em 2019.

4.2.2.4 StartupB2

A StartupB2 é uma empresa paulista criada em 2014 por três sócios fundadores. Os empreendedores desenvolveram um sistema antifraude que utiliza a inteligência artificial para detectar comportamentos suspeitos e barrar compras realizadas com cartões de crédito clonados. Um fraudador geralmente se revela de acordo com o comportamento que ele exibe ao navegar em um site de ecommerce, dessa forma, os algoritmos da plataforma conseguem detectar os padrões, calcular o risco da transação e emitir uma recomendação ao cliente

sugerindo aprovar, revisar ou negar a venda. Seus principais clientes são grandes portais de comércio eletrônico (STARTUPB2, 2019).

Antes do aporte do FundoB, a empresa recebeu investimento de R\$ 700 mil em outubro de 2015. Desse total, R\$ 200 mil foram aportados por um grupo de investidores anjo. Os outros R\$ 500 mil foram investidos por uma empresa de meios de pagamento como investimento estratégico. O investimento de R\$ 2,5 milhões do FundoB foi realizado em junho de 2017.

4.2.2.5 StartupB3

A startupB3 foi fundada em Goiânia, no ano de 2015 e desenvolveu uma plataforma focada na gestão de equipes em campo. Os clientes são geralmente prestadores de serviço que possuem equipes que trabalham com manutenção técnica e instalação de equipamentos. A empresa também atende clientes que trabalham com equipe de vendas externa e promotores de telemarketing. Por meio da plataforma as empresas conseguem agendar atividades, monitorar a equipe externa, gerar relatórios e gerenciar o estoque de ativos. Ao saber em tempo real a localização de toda a equipe, a empresa pode planejar de forma mais assertiva as rotas das atividades, reduzindo custos com a operação (STARTUPB3, 2019).

O investimento inicial para desenvolvimento da ferramenta veio dos próprios sócios. O próprio fluxo de receita dos clientes manteve o crescimento da empresa até o final de 2016, quando a startup recebeu o primeiro investimento de uma aceleradora. Nessa rodada o aporte recebido foi de R\$ 100 mil. No ano de 2018 foi oficializado o investimento na empresa por parte do FundoB, que alocou R\$ 2,5 milhões para a empresa.

4.2.2.6 StartupB4

A StarupB4 é uma empresa de tecnologia para marketing fundada em 2007 na cidade de São Paulo. Atualmente, a empresa desenvolve, implementa e gerencia plataformas de marketing baseadas em dados e tecnologia. A empresa visa automatizar a comunicação dos negócios com os consumidores de acordo com o seu comportamento. Os clientes podem gerenciar perfis e entender seu público por meio de dashboards customizáveis. São ofertadas soluções de marketing preditivo, sistema de marketing por wi-fi e plataformas conversacionais como chatbots (STARTUPB4, 2019).

O primeiro investimento recebido pela empresa foi de um investidor anjo que alocou R\$ 300 mil para entrar de sócio. No final de 2015 a empresa recebeu R\$ 4 milhões do FundoB, recurso que foi utilizado na ampliação da equipe e no processo de internacionalização da startup, com abertura de um escritório no Vale do Silício nos Estados Unidos.

4.2.2.7 StartupD1

A StartupD1 é uma startup catarinense fundada por dois sócios no ano de 2015. A solução que a startup oferece é um localizador de produtos que foi desenvolvido para resolver um problema comum das empresas, que é mapear a disponibilidade de seus produtos em lojas físicas. Através da plataforma, os consumidores podem encontrar nas suas proximidades alguma marca ou produto específico que desejam adquirir. Já para os times de marketing das indústrias, são disponibilizados dados sobre oferta de produtos por localização para que possam ser tomadas decisões sobre investimento em campanhas de marketing e comunicação (STARTUPD1, 2019).

A startup recebeu R\$ 500 mil de um investidor anjo ainda em seu primeiro ano de operação e com esse recurso viabilizou o desenvolvimento da primeira versão da plataforma. No ano de 2016 a startup participou de um programa de aceleração, recendo R\$ 150 mil adicionais. Em 2018 o FundoD realizou o aporte de R\$ 2 milhões para acelerar o crescimento comercial da plataforma.

4.2.2.8 StartupCo1

Com sua fundação no ano de 2014, a empresa gaúcha StartupCo1 oferece soluções inovadoras para transformar desperdício de energia em oportunidades de geração de energia e cogeração de eficiência energética. Esse ganho de eficiência é possibilitado pela turbina de vapor que foi desenvolvida pela empresa e que permite se controle a pressão em sistemas com vapor e substitui as válvulas redutoras de pressão (STARTUPCO1, 2019).

A empresa somente captou recursos até o momento via campanhas de *crowdfunding* realizadas via plataforma. Ao todo foram três campanhas distintas, todas de sucesso. A primeira arrecadou R\$ 300 mil, a segunda rodada foi de R\$ 500 mil e a terceira, realizada em 2019, viabilizou investimento de R\$ 1,5 milhão.

4.2.2.9 StartupCo2

Os dois fundadores criaram a StartupCo2 em São Paulo no ano de 2014 como um programa de fidelidade para uma rede de restaurantes. O modelo de negócio acabou mudando com o passar do tempo e hoje a empresa oferece uma plataforma de pedidos digitais para restaurantes. O cliente, com seu celular, pode pedir e pagar pela refeição sem estar no restaurante, no entanto o foco são os clientes que desejam retirar sua comida ou comer no próprio restaurante e não os pedidos de delivery. Quando o restaurante recebe o pedido via aplicativo, já inicia a preparação sem o cliente ter chegado no estabelecimento (STARTUPCO2, 2019).

A empresa realizou diversas rodadas de captação com investidores anjo (2015, 2016, 2017 e 2019) e aprovou uma campanha de *crowdfunding* via plataforma no ano de 2018, viabilizando investimento próximo a R\$ 1,5 milhão. Antes da campanha via plataforma a empresa possuía aproximadamente 20 investidores anjos e receberam aporte de mais cinco anjos depois da campanha, totalizando aproximadamente 25. Até o momento já foram investidos aproximadamente R\$ 9 milhões no projeto, sendo R\$ 3 milhões dos sócios fundadores, R\$ 5,5 milhões dos diversos anjos e R\$ 1,5 milhão via campanha em plataforma.

4.2.3 Motivação das startups para prospecção de investidores

No geral, as startups analisadas abordaram um número elevado de fundos de investimento até viabilizar o negócio. Somente três apontaram que negociaram com dez ou mais fundos de investimento. Três startups informaram que falaram com aproximadamente quatro fundos até concretizar a parceria. Uma conversou com três fundos e outra negociou somente com o fundo que realizou o investimento.

Destaca-se que as motivações para busca de investimento junto a fundos de investimento são distintas entre as startups. Normalmente elas buscam os fundos em detrimento a outras modalidades quando precisam de mais capital do que as opções alternativas disponibilizam. Ao longo dos próximos parágrafos são abordadas as principais motivações de cada entrevistada.

Para a StartupA1, a principal motivação para busca de investimento foi para continuar o processo de crescimento. Devido às características do negócio, havia necessidade de uma rodada maior de investimento para ampliação do time comercial e compra de equipamentos.

Pelo tamanho do aporte necessário e por entender que a empresa que estava com produto consolidado no mercado, concluiu que um fundo de investimento seria a melhor opção. Fechou com o FundoA, em especial porque a tese do fundo previa investimentos no setor de saúde.

Já a StartupA2 buscou investimento com fundos motivada pela necessidade de recursos para crescer mas também pensando na atratividade que a empresa poderia ganhar para viabilizar rodadas futuras. A startup acredita que a presença do fundo passa um sinal para o mercado de que a empresa é minimamente organizada, passa por auditoria periódica e possui *compliance*¹⁹. Descartaram desde o início a captação via plataforma de *crowdfunding*, pois entendem que passa o sinal contrário para o mercado, possivelmente atrapalhando rodadas futuras. A escolha pelo FundoA foi devido a proximidade deste fundo com o outro fundo que já havia investido na empresa anteriormente.

Foi o tamanho do investimento e a possibilidade de *follow-on*²⁰ que os fundos apresentam que fez com que a StartupB1 focasse esforços na captação via esse instrumento. Foram analisados mais de 20 fundos distintos e para definir os mais adequados, a empresa olhou criteriosamente a tese de investimento de cada, visando avaliar se o gestor já possuía experiência prévia com o modelo de negócios da startup. No entanto, fazem uma ressalva de que no Brasil, muitas vezes os próprios fundos não respeitam sua tese de investimento, colocando dinheiro em diversos setores e perfis de empresas. A proximidade do FundoB com a aceleradora que havia investido na startup também foi importante nessa definição. Nunca chegaram a considerar a possibilidade de captar um investimento corporativo, pois não entendem que exista um player tão forte no mercado dela a ponto de realizar esse tipo de investimento. Outro ponto negativo é seu relacionamento com empresas que receberam recursos de corporações na expectativa de um investimento estratégico, com abertura de novos canais comerciais e apoio estratégico, mas que na prática não se concretizou. Também foi contatada pelas plataformas de *crowdfunding*, mas por acreditar que o investidor deve agregar mais do que dinheiro e que a diversidade de investidores pode gerar um nível complexo de governança, não consideraram a possibilidade de montar alguma campanha.

A necessidade de captação via fundo da StartupB2 se deu em razão do volume do investimento que a empresa necessitava. A empresa conversou com diversos fundos, mas

¹⁹ *Compliance* é um termo utilizado para indicar que a empresa segue os seus controles internos e regras e legislações externas que impactam o negócio.

²⁰ *Follow-on* é o termo em inglês utilizado para indicar um novo aporte de investimento que pode ser realizado por um investidor depois do primeiro aporte.

muitos deles tinham investimento mínimo superior a R\$ 5 milhões, acima do que a empresa de fato necessitava na época. O FundoB surgiu como uma indicação de uma empresa parceira que já havia sido investida pelo fundo e o recomendou.

Foi o senso de oportunidade que acelerou o investimento da StartupB3 com o fundo. Na época eles não estavam buscando investimento, mas foram ativamente procurados pelo fundo que fez uma proposta considerada interessante. Como o FundoB já havia investido em diversas empresas que os empreendedores se identificavam e também foi recomendado por mentores da aceleradora, acabaram tomando a decisão de aceitar a entrada do novo investidor. Como a negociação avançou rapidamente, não consideraram qualquer outra modalidade de investimento.

A StartupB4 deu preferência ao FundoB, pois acreditava que a tese de investimento do fundo tinha relação com o seu modelo de negócio. Os empreendedores também foram atraídos pelo perfil do fundo de dar mais liberdade à equipe e interferir menos no dia a dia da operação. Na época não chegaram a pensar em outras modalidades de investidores, mas os empreendedores demonstraram que não gostam de plataformas de *crowdfunding* porque acreditam que resulte em problemas de governança, aumentando o risco de haver complicações futuras devido à grande quantidade de sócios. Hoje a empresa comenta que poderia ter feito captação com alguma corporação com interesse em investimento estratégico, mas naquele momento não pensaram nisso.

A StartupD1 buscou capital levando em consideração os outros benefícios que o fundo poderia trazer para a empresa além do capital. Sendo assim, o FundoD foi escolhido por ter uma gestora experiente e cujo portfólio era composto por diversas empresas que eram referência para a startup. Mesmo tendo conversado com diversos fundos de São Paulo, o aspecto de proximidade também foi considerado importante, estando a gestora escolhida também sediada em Santa Catarina. A startup demonstrou visão negativa sobre captação com corporações, já que elas acabam direcionando o desenvolvimento das soluções da startup para resolver problemas da própria corporação e não visando atender uma necessidade ampla de mercado.

A StartupCo1 conheceu as plataformas de *crowdfunding* quando estava negociando com investidores anjo, mas estava insatisfeita com a demora nas negociações e não havia encontrado nenhum anjo especializado no seu mercado de atuação. A particularidade do foco da empresa em hardware para indústria acabava restringindo as possibilidades de captação, já que as teses de investimento de anjos, aceleradoras e fundos geralmente não envolvem esse

setor. Essa é uma indústria que demanda bastante capital para desenvolvimento e tem prazo maior de maturação, sendo menos atrativa para ganhos de escala que os investidores procuram. A plataforma acabou sendo uma opção rápida, transparente e profissional de acordo com a opinião dos empreendedores.

A StartupCo2 realizou uma série de rodadas de investimento com múltiplos investidores anjo, mas ainda não estava em patamar de faturamento adequado para iniciar tratativas com fundos de investimento. Dessa forma, a captação via plataforma se apresentou como alternativa de captação naquele momento. Com o processo, a empresa aprendeu algo interessante, diversos potenciais anjos que haviam recusado investimento diretamente, investiram via plataforma. A plataforma serviu para superar a “inércia” de investimento de vários anjos. Colombo, Franzoni e Rossi-Lamastra (2015) demonstraram que o sucesso das campanhas é fortemente impactado pela arrecadação nos primeiros dias, já que o apoio inicial passa uma sinalização de qualidade do projeto e de maior probabilidade de a campanha atingir o patamar mínimo de investimento.

O quadro 11 sumariza as principais razões que as startups indicaram para buscar investimento com fundos e as razões da escolha de determinado gestor.

Quadro 11 – Motivações das Startups para Captação via Fundos

StartupA1	<ul style="list-style-type: none"> - continuar o processo de crescimento; - ampliar time comercial e compra de equipamentos; - tese do fundo previa investimentos no setor de saúde.
StartupA2	<ul style="list-style-type: none"> - necessidade de recursos para crescer; - atratividade que a empresa ganharia para viabilizar rodadas futuras; - proximidade deste fundo com o outro que já havia investido na empresa.
StartupB1	<ul style="list-style-type: none"> - tamanho do investimento e a possibilidade de follow-on; - avaliou tese de investimento e experiência prévia para escolher o fundo; - proximidade do fundo com a aceleradora parceira.
StartupB2	<ul style="list-style-type: none"> - tamanho do investimento que a empresa necessitava; - o fundo surgiu por indicação de uma startup parceira que já havia sido investida.
StartupB3	<ul style="list-style-type: none"> - senso de oportunidade que acelerou o investimento; - fundo havia investido em startups que os empreendedores se identificavam; - fundo foi recomendado por mentores da aceleradora parceira.
StartupB4	<ul style="list-style-type: none"> - tese de investimento tinha relação com o modelo de negócio da empresa; - perfil do fundo de dar mais liberdade à equipe.
StartupD1	<ul style="list-style-type: none"> - considerou outros benefícios que o fundo poderia trazer para a empresa além do capital; - experiência do fundo, que havia investido em startups que eram referência para a equipe; - proximidade física também foi importante.
StartupCo1	<ul style="list-style-type: none"> - insatisfação com a demora nas negociações com investidores anjo; - anjos não especializados no setor de atuação da startup; - desalinhamento com a tese de outras modalidades de investidores; - plataforma foi uma opção rápida, transparente e profissional.
StartupCo2	<ul style="list-style-type: none"> - não estava em patamar de faturamento para negociar com fundos; - plataforma ajuda à superar a “inércia” de investimento de outros investidores.

Fonte: Elaborado pelo autor

A principal motivação das startups analisadas para buscar recursos financeiros junto a fundos de investimento é pela capacidade destes em aportar maior montante de capital do que as outras modalidades de investimento (BERGER; UDELL, 1998; DROVER *et al.*, 2017). Recursos financeiros são utilizados pelas startups principalmente para continuar investindo no crescimento, aumentando capacidade produtiva, desenvolvendo ações de marketing e ampliando time de vendas (BERGER; UDELL, 1998). As startups citaram também que os fundos são importantes, pois trazem outros benefícios além do capital, como maior expertise para a gestão (GORMAN; SAHLMAN, 1989; BERGER; UDELL, 1998; BAUM; SILVERMAN, 2004), e maior credibilidade para a startups, facilitando acesso a novas rodadas de investimento (MEGGINSON; WEISS, 1991).

4.3 PROCESSO DE INVESTIMENTO E CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO

O presente subcapítulo apresenta o processo de investimento dos fundos analisados e contrasta este processo aplicado pelos gestores no Brasil com o processo descrito na literatura (DE CLERCQ *et al.*, 2006; FRIED; HISRICH, 1994; TYEBJEE; BRUNO, 1984). Na sequência, são descritas as teses de investimentos dos quatro fundos e os critérios de avaliação utilizados por eles na seleção das startups que receberão aporte de investimento.

4.3.1 Processo de investimento

O processo de investimento dos fundos analisados se assemelha muito ao modelo proposto por De Clercq *et al.* (2006). Os autores dividiram o processo de investimento nas seguintes etapas: (1) geração de oportunidades; (2) triagem; (3) avaliação; (4) estruturação do negócio; (5) pós investimento; e (6) desinvestimento.

Na primeira etapa, os fundos afirmam que utilizam distintas fontes para atrair empresas interessantes com necessidade de capital. Todos utilizam portais eletrônicos, participam de eventos sobre tecnologia e investimento e recebem indicações de outros investidores, advogados e consultores. O FundoB, como têm atuação nacional, ainda usa uma rede de gestores regionais para ficar mais perto das empresas e ter maior capilaridade. O FundoC possui uma agenda periódica de visitas a incubadoras e parque tecnológicos, onde

fazem um evento específico para interagir com as empresas que estejam em busca de investidores.

Depois de recebidas, todas as propostas passam por um filtro que avalia basicamente se o negócio está condizente com o perfil da gestora e com a tese de investimento do fundo. Essa triagem inicial reduz consideravelmente o número de empresas a serem avaliadas. Segundo o FundoA, 50% das startups é cortada nesta etapa. No FundoB, essa triagem é realizada pelos próprios gestores regionais, que coletam as primeiras informações.

O FundoA encaminha as propostas filtradas para avaliação de alguns executivos que se reúnem toda semana para discutir os novos projetos encaminhados. Caso a equipe goste de algum, encaminha o projeto para uma pré-análise. Durante a pré-análise, o fundo avalia quem são os sócios, investiga informações sobre o mercado, analisa quem são os concorrentes e entende mais sobre o produto da startup. Se a gestora achar que faz sentido, passa para etapa de análise. Nessa etapa é feita uma análise muito mais aprofundada, estudam-se os números em detalhes, com uma avaliação criteriosa do mercado, dos concorrentes, do crescimento, de cohort. De forma similar, em uma reunião com os gestores, o FundoC seleciona as startups que serão analisadas. Nessa reunião seis startups se apresentam presencialmente na sede da gestora. Na análise é realizado um relatório de investimento com detalhamento de informações sobre o negócio e é realizada uma diligência simplificada. Essa avaliação jurídica e contábil inicial evita que startups com algum risco não identificado possa ser levada para apreciação do Comitê de investimento. Já para o FundoC, a análise inicial é realizada pelo gestor regional, que produz um relatório e passa para avaliação do comitê gerencial da gestora. Se a startup é aprovada na reunião do comitê, é solicitado que o regional faça um aprofundamento do estudo.

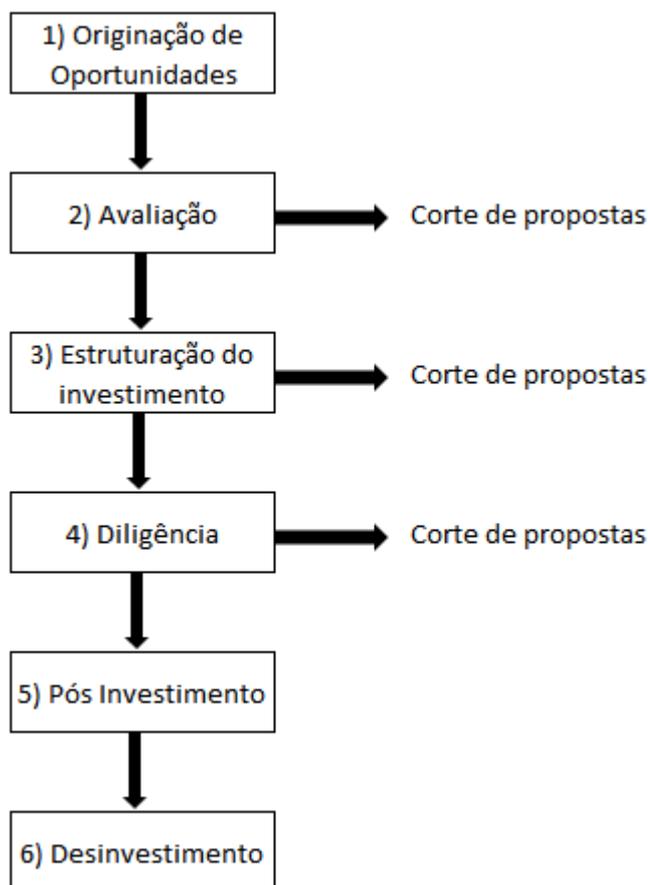
Depois disso, se aprovada, inicia-se a fase de negociação que inclui discussão sobre *valuation*²¹ e demais termos contratuais, incluindo aspectos de governança e direitos dos acionistas. Ao final da etapa de negociação, é criado um documento específico chamado de *term-sheet*, que reúne os principais aspectos do negócio e serve como referência para a construção do contrato de investimento. A assinatura do *term-sheet* evita que haja qualquer alteração das condições da operação depois da reunião do comitê de investimento²².

²¹ *Valuation* é o termo em inglês utilizado para a atividade de atribuição de valor para a startup. É utilizado para definir o percentual de participação que o investidor irá receber pelo montante de capital que irá investir.

²² Ao Comitê de Investimento cabe acompanhar e autorizar as decisões de investimento propostas pelo gestor do fundo. É o órgão que homologa os investimentos propostos pelos gestores, autorizando que determinado investimento seja feito.

Se a negociação se der de forma satisfatória, os gestores encaminham a proposta de investimento ao Comitê de Investimento para homologação da decisão. O comitê geralmente se reúne mensalmente e é composto por todos os cotistas com direito a voto. Caso o comitê de investimento entenda que a startup representa uma boa oportunidade de negócio, ele aprova a proposta de investimento e a empresa é encaminhada para o processo de diligência e elaboração final do contrato.

É importante ressaltar aqui que o termo *due diligence* (ou diligência) é utilizado de forma distinta no mercado americano e no mercado brasileiro. Nos Estados Unidos, a diligência é mais abrangente e envolve toda a fase de análise do investimento para entender se o negócio está adequado à estratégia e aos critérios de investimento do fundo. Envolve avaliação da indústria, do mercado, de equipe, de tecnologias, entre outros aspectos relevantes do negócio (Camp, 2002). No Brasil, o termo é utilizado somente para parte final de avaliação, depois da aprovação pelo comitê de investimento. Nessa etapa os advogados vão investigar se não existem “riscos escondidos”, como problemas na proteção da propriedade intelectual, ou situações que possam vir a se tornar contingências jurídicas no futuro. Além da análise jurídica, também é realizada uma auditoria contábil nos balanços da empresa para avaliar se os números refletem a realidade ou se há passivos, receitas e despesas não registrados contabilmente. Se não houver problemas significativos na diligência, os contratos são assinados. Com base nestas informações, elaboramos a figura 17, que se trata de uma nova versão da figura 4, ajustada para representar o processo de investimento com os conceitos usualmente utilizados no mercado brasileiro de investimento.

Figura 17 – Processo de Investimento no Brasil

Fonte: Elaborado pelo autor com base em De Clercq *et al.* (2006), Fried e Hisrich (1994) e Tyebjee e Bruno (1984)

4.3.2 Teses de investimento e critérios de avaliação

De um lado, para os empreendedores, a atividade de captação de recursos junto a fundos de investimento é uma tarefa difícil e desgastante, que devem dedicar horas de trabalho preparando materiais, contatando gestoras, apresentando seu negócio e negociando termos do possível aporte de capital. Do outro lado, para os gestores, a seleção das startups a serem investidas também é uma tarefa árdua considerando que em geral as equipes das gestoras são pequenas e o número de propostas recebidas é elevado. Dentre os quatro gestores entrevistados, todos afirmam terem recebido contato de interesse de mais de duas mil startups. Os contatos são realizados muitas vezes por email, site da gestora e em eventos sobre investimento.

Para avançar as negociações com as startups, os gestores precisam aplicar uma série de critérios de decisão que servirão como filtro para um número aceitável de empresas avance no processo de investimento. Um trabalho que sumariza a literatura sobre os critérios geralmente aplicados foi realizado por Petty e Gruber (2011), elencando quatro como os principais: (i) a experiência, a formação e a complementaridade da equipe de empreendedores, (ii) o tamanho do mercado e potencial de crescimento, (iii) a inovação e vantagem competitiva do produto ou serviço proposto, e (iv) o potencial de retorno e nível de risco do investimento.

Em nossas entrevistas com os gestores, todos declararam que a primeira etapa de sua análise é mais objetiva e tem o intuito de avaliar o enquadramento do perfil da empresa com a tese de investimento do fundo (política de investimento). A tese é que define quais ativos podem compor a carteira e traça o perfil das empresas que o fundo tem foco em investir. É tão relevante que é obrigatoriamente descrita no regulamento do fundo e o gestor pode ser penalizado pela CVM em caso de inobservância da política de investimento e poderá ser responsabilizado por perdas que o fundo vier a sofrer (CVM, 2014).

O quadro 12 apresenta a consolidação das teses de investimento dos quatro fundos entrevistados.

Quadro 12 – Teses de Investimento dos Fundos

FundoA	A tese de investimento do FundoA é investir em empresas inovadoras de base tecnológica em quatro setores prioritários: tecnologia da informação, mídias, ciências da vida, e tecnologias limpas. O fundo tem a obrigação de investir em pelo menos três segmentos e em cada segmento, deve investir pelo menos 10% do capital do fundo. A área de tecnologias e energias limpas acabou não recebendo nenhum investimento. Há ainda restrição quanto ao porte das investidas, já que 90% deveria ser investido em empresas com faturamento anual máximo de 3,6 milhões. Cada empresa pode receber um limite de capital de R\$ 10 milhões, divididos em mais de uma rodada.
FundoB	No caso do FundoB, todas as empresas podem ter faturado no máximo R\$ 10 milhões no ano anterior ao investimento. As empresas devem ser de base tecnológica com sede e operação no Brasil. As startups alvo devem atuar prioritariamente nos setores de Tecnologia da informação e comunicação, biotecnologia, novos materiais, nanotecnologia e agronegócio.
FundoC	O FundoC investe somente em empresas que tenham faturado no máximo R\$ 16 milhões no ano anterior à entrada do fundo e as startups devem ser residentes em incubadoras ou parques tecnológicos ou que terem se graduado em até dois anos. Como setores alvo, foram definidos os seguintes: indústria de tecnologia da informação e comunicação, energia, sustentabilidade e economia criativa.
FundoD	A tese do FundoD prevê investimentos em negócios B2B baseados em software e localizados perto da gestora, ou seja, os investimentos estão limitados aos três estados da região sul do Brasil. Cada startup precisa ter no mínimo dois empreendedores, preferencialmente que tenham modelo de negócio SaaS e com potencial de internacionalização.

Fonte: Elaborado pelo autor

Se os gestores definem que as startups estão de fato de acordo com o previsto na política de investimento do fundo, passa-se para uma avaliação de aspectos mais subjetivos. O FundoA acredita que o critério de seleção mais importante é o perfil do empreendedor. Perfil em termos de diversificação da equipe, capacidade de gestão, conhecimento técnico específico do segmento de atuação e o seu comportamento (no sentido dos empreendedores estarem abertos a escutar opinião e sugestões dos investidores). Outros dois aspectos considerados fundamentais pelo FundoA são o potencial de mercado e o quanto o produto realmente está na direção correta para atender a demanda (*Product Market Fit*). Já o FundoB usa uma abordagem de análise com base em seis pilares: equipe, indicadores financeiros, mercado, tecnologia, desinvestimento (potencial de liquidez da empresa), e a necessidade de capital (precisa estar condizente com o patamar de aporte que o fundo consegue alocar para a empresa). O FundoC avalia cada startup de acordo com sua: escalabilidade, potencial de liquidez, mercado, diferencial competitivo, inovação, e time de fundadores (complementaridade da equipe). Como as investidas são muitas vezes oriundas de incubadoras, os sócios tem perfil técnico que precisa ser complementado para desenvolver aspectos comerciais e de gestão. Na avaliação do FundoD são utilizados os seguintes critérios: time de empreendedores, tamanho de mercado e tecnologia da solução.

Os critérios adotados pelos fundos brasileiros estão muito alinhados com o previsto por Tyebjee e Bruno (1984) e Petty e Gruber (2011). Vale ressaltar a importância dada ao time de empreendedores, com avaliação sobre a formação, complementaridade dos componentes e como eles recebem críticas e mentoria. Sobre esse ponto a StartupB3 comenta “todo investidor olha muito para a equipe, porque em uma empresa você investe no cara. Se o produto acabar, mas o cara for bom, ele reinventa o negócio”. Um segundo aspecto citado por todos os gestores é o potencial de mercado para a solução da empresa e se esse mercado é promissor para os próximos anos. Um terceiro critério citado pela maioria é o caráter inovador da solução, ou seja, se a tecnologia proposta realmente apresenta um diferencial competitivo em relação aos concorrentes.

Apesar de não citarem diretamente, outro importante aspecto que acaba sendo avaliado já na primeira apresentação pessoal da startup para os gestores é o seu *cap table*²³. Se os empreendedores que fundaram o negócio tiverem uma participação pequena na empresa,

²³ *Cap table* é o diminutivo de *Capitalization Table*, que se resume à uma tabela que lista os acionistas e sua respectiva participação na empresa. Constam na tabela todos os tipos de ações ou cotas, bem como títulos e opções que possam ser convertidos em participação societária.

devido à entrada de outros investidores anteriores, isso pode resultar na retirada da empresa do processo de avaliação. Sobre esse tópico o gestor do FundoB afirma: “Isso é uma das primeiras perguntas. O que a empresa faz e qual o *cap table* dela. Até porque se o sócio estiver muito diluído não faz nem sentido prosseguir”. A estrutura de capital também pode causar um impacto inicial positivo, conforme avalia o FundoD:

O pessoal já apresenta as estruturas societárias, os *cap tables*, desde um primeiro momento. Aliás, muitos deles também são indicadores dos bons negócios para a gente. Tem que manter bom relacionamento com essa turma toda, anjos, aceleradorass, incubadoras, que acabam sendo geradores de oportunidades para nós. Quando vem deles a gente já sabe a origem (Gestor do FundoD).

Todas startups entrevistadas confirmaram que a conversa sobre o *cap table* ocorria logo na primeira conversa com o fundo. Em especial a StartupA1 comentou:

A gente de cara apresentava, porque não adiantava perder o nosso tempo nem o tempo do fundo deixando para expor isso na sequência. Tivemos fundos que deixaram de negociar com a gente e um dos motivos foi a nossa diluição inicial com outro investidor (Empreendedor StartupA1).

As startups demonstraram ter conhecimento sobre os critérios geralmente avaliados, podem não possuir todas informações sobre as particularidades do processo e dos critérios de cada um dos fundos, mas entendem a importância do enquadramento com a tese e da relevância de demonstrar que a equipe está bem formatada, o mercado apresenta bom potencial e sua proposta de solução é diferente do que o mercado tem à disposição hoje. No entanto, são críticos em relação à falta de retorno e de transparência ao longo do processo avaliativo dos gestores. Sobre esse ponto, a StartupB2 acrescenta: “...alguns simplesmente não respondiam email e sumiam”.

4.4 COINVESTIMENTO

Harrison e Mason (2000) identificaram que uma das formas de coinvestimento acontece quando gestores e outros investidores investem concomitantemente nas mesmas empresas visando a diluição de riscos e diminuição do tempo de dedicação ao monitoramento das investidas. No Brasil, apesar dos gestores reconhecerem que realizam essa prática, ela não acontece na maioria dos casos. O FundoA afirmou que não tem restrições em realizar investimento em parceria com outros investidores, podendo ser realizado tanto com outros

fundos de investimento, quanto com outros tipos de investidores. No entanto, quando esse investimento em parceria acontece, ele acaba sendo realizado principalmente com investidores anjo. Normalmente esses investidores anjo são pessoas que já possuem relacionamento prévio com a startup ou são pessoas de reconhecido conhecimento e experiência na indústria da atuação daquela startup. O FundoB também já realizou coinvestimento com outros investidores em uma mesma rodada, mas foram situações muito pontuais. Dos 35 investimentos realizados, somente em dois houve participação concomitante com outros investidores. Em um dos casos o parceiro foi outro fundo de investimento que realizou aporte no mesmo montante do FundoB e no outro caso a parceria aconteceu com um grupo de anjos que aportou valor equivalente a 10% do investimento do fundo. Para o FundoD, também são raras as ocasiões em que o gestor realiza investimentos em parceria, tendo acontecido em somente uma das oito startups do portfólio.

No entanto, o foco de análise deste subcapítulo é o coinvestimento sequencial. Ou seja, analisa-se como a presença prévia de outras modalidades de investidores influencia na avaliação de novas oportunidades de investimento pelos gestores de fundos de capital semente.

Como já indicado na revisão da literatura sobre o tema, os distintos investidores têm objetivos diferentes e desempenham funções distintas ao longo do crescimento das startups (BONNET; WIRTZ, 2011; CHESBROUGH, 2002; COHEN; HOCHBERG, 2014; DROVER *et al.*, 2017; GOMPERS, 1995; IBRAHIM, 2008). As características e expectativas particulares dos investidores podem dificultar ou facilitar novas buscas de capital dos empreendedores. A partir da análise das entrevistas com gestores de fundos de investimento e de startups investidas, foi possível identificar fatores de impacto que afetam a avaliação dos gestores de fundos no Brasil.

4.4.1 Fatores de impacto no coinvestimento

Os dois principais aspectos positivos identificados foram os efeitos da sinalização de qualidade e da participação ativa dos investidores na captação de novas rodadas de investimento através de sua rede de relacionamento. Já os principais aspectos negativos foram a existência de uma diluição excessiva dos fundadores e o excesso de direitos dos primeiros investidores. A seguir aborda-se em maior detalhamento cada um destes fatores de impacto.

4.4.1.1 Sinalização

A teoria da sinalização busca entender como determinados agentes econômicos tomam decisões em condições de informação imperfeita (CONNELY, 2011). Os investidores são receptores de informações e são influenciados por sinais emitidos pelos empreendedores e outros investidores (CERTO, 2003). Em especial, no mercado de *venture capital*, é muito difícil prever o sucesso de startups. Nessas situações de incerteza, muitas vezes, os indivíduos confiam em ações de terceiros para avaliar determinadas oportunidades. Sendo assim, é muito importante que as startups consigam passar sinais de qualidade para potenciais investidores e a obtenção de rodadas prévias de investimento podem auxiliar na obtenção de capital em rodadas posteriores (RYU; KIM, 2016).

Harrison e Mason (2000), apontaram que para metade dos gestores de fundos de investimento analisados em seu estudo, a presença de anjos experientes passa um sinal positivo sobre a empresa, já que demonstra maior credibilidade do negócio e que os empreendedores estão abertos a escutar outras opiniões. Drover, Wood e Zacharakis (2017) também concluíram que anjos com boa reputação e que participam de grupos profissionais tem impacto positivo na avaliação de gestores de *venture capital*. Além disso, a participação de campanhas de *crowdfunding* em plataformas renomadas também causa impacto positivo. Mödl (2018) diverge, argumentando que o investimento coletivo via plataforma passa um sinal negativo e atrapalha a captação de futuras rodadas. Como a coletividade é menos criteriosa na seleção de startups do que investidores profissionais, os projetos não qualificados optariam pelas plataformas ao invés de outras modalidades de investidores.

Nas entrevistas realizadas, os gestores dos fundos indicam que o fato da empresa ter passado por alguma etapa de investimento passa um sinal positivo, pois indica que a startups: (i) já tem alguma noção de governança; (ii) já têm convivência com sócios investidores; (iii) conseguiram demonstrar crescimento e evolução do negócio; (iv) por terem atraído outros investidores, reduzem a percepção de risco do investimento. Já o FundoC reconhece que a sinalização pode ser negativa também: “Se a empresa pegou investimento anterior e não conseguiu desenvolver o negócio e viabilizar crescimento, isso pode indicar que há problema com a startup. Algo aconteceu que mesmo com o recurso ela não conseguiu evoluir...isso é um sinal de alerta”.

A StartupB1, StartupB2, StartupB4 e StartupD1 concordam com a relevância da sinalização, mas ressaltam que o impacto positivo depende da experiência e do conceito que

os investidores anteriores têm no mercado. Caso o investimento prévio tivesse sido realizado por investidores familiares ou sem experiência, isso poderia ter pesado desfavoravelmente na análise. A StartupD1 comenta: “Hoje, dependendo do nível de investimento que você está buscando, ninguém quer arriscar sozinho. Eu acho que os fundos entendem que quanto mais pessoas competentes ligadas ao negócio e interessadas melhor”. Em um segundo momento ainda reforçam: “a gente ter passado pelo programa de aceleração foi algo relevante de forma positiva, mostrou que já tinham outras pessoas do mercado que acreditavam na nossa ideia”. Para a StartupB1, investida por aceleradora, ainda outro fator pode causar impacto positivo:

Ter o follow-on da aceleradora no *bridge*, antes do *seed*, foi importante porque mostrou que o investidor investiu uma grana e investiu de novo. Está acreditando no negócio. Ter um *follow-on* anterior mostra que o cara que entrou está vendo potencial. (Empreendedor StartupB1)

Sendo assim, apresenta-se a primeira proposição teórica desse estudo:

P1: As startups que receberam aportes anteriores oriundos de investidores com reconhecida experiência de mercado, são impactadas positivamente na avaliação dos fundos de investimento devido ao efeito de sinalização.

4.4.1.2 Relacionamento

Outra forma de complementaridade entre os fundos e outras modalidades de investidores é a rede informal de relacionamento que existe entre esses atores e que muitas vezes pode resultar na indicação de oportunidades de investimento (HARRISON; MASON, 2000). Como discutido, as modalidades de investidores têm objetivos distintos e atuam em fases diferentes do ciclo de desenvolvimento das startups (BERGER; UDELL, 1998). Muitas vezes anjos e aceleradoras não tem capital necessário para suprir toda necessidade de investimento das startups em que investem e precisam recorrer aos fundos para viabilizar a continuidade do crescimento esperado (DROVER *et al.*, 2017). Segundo pesquisa realizada por Harrison e Mason (2000), 71% das gestoras de fundos de investimento entrevistadas já havia recebido indicação de oportunidade de investimento por investidores anjo. No entanto, os autores ressaltam que geralmente para que a indicação ocorra, deve haver alguma forma de relacionamento prévio entre eles.

Cold calls' from business angels who are not already known to the venture capitalist are uncommon. The consequence is that information sharing on investment opportunities between business angels and venture capital funds is restricted to a minority of business angels (HARRISON; MASON, 2000, p.232).

A indicação por outros investidores é bem importante para os empreendedores pois aumenta as chances de passarem pelas primeiras etapas do processo de análise dos fundos:

Most VCs focus their efforts on developing and maintaining a broad network of people who refer deals to them. VCs are much more apt to invest in deals that are based on referrals, rather than in deals that come in cold.....Referrals give the VC some confidence that the entrepreneur is a trustworthy party, especially if the entrepreneur has little history or reputation in the VC community. (DE CLERCQ et al., 2006, p.98).

FundoA e FundoD afirmam que tanto os investidores anjo, quanto as aceleradoras continuamente indicam oportunidades de investimento e exercem um papel importante na primeira etapa do processo de investimento que engloba a identificação de startups com potencial de crescimento acelerado. As aceleradoras em geral têm um programa estruturado que culmina em um evento específico para que as startups aceleradas apresentem o negócio para um grupo selecionado de investidores (COHEN; HOCHBERG, 2014). Dessa forma, os gestores concordam que é importante manter um relacionamento próximo com esses agentes, visando manter um fluxo de indicações de novas startups. Os anjos e aceleradoras também se beneficiam dessa conexão, pois muitas vezes startups ainda nascentes buscam investimento de fundos, que de forma recíproca, indicam os anjos e aceleradoras de sua rede. A StartupB3 e StartupD1 reconhecem que as aceleradoras desempenharam um papel muito importante para apresentação do negócio para os fundos e que essa conexão facilitou o processo. Estas conexões se mostraram efetivas, já que as startups assinaram contrato com os fundos que foram indicados pelas aceleradoras. Para a StartupD1, o anjo exerceu ainda um papel diferente, participando de decisões estratégicas, já que ajudou na decisão sobre quanto captar, como utilizar o capital e na avaliação sobre o melhor fundo de investimento. No entanto, a participação dos anjos na fase de negociar novas rodadas de investimento é menos estruturada e consistente do que o apoio dado pelas aceleradoras. Tanto para a StartupA2, quanto para a StartupB2, os anjos não tiveram atuação nenhuma no contato e na negociação com os gestores.

A StartupA1 e StartupB2 receberam investimento de corporações, mas afirmam que as grandes empresas não tiveram papel ativo na busca por investidores formais em rodadas

posteriores. Apesar de não terem auxiliado nas conexões e preparação da startup, as empresas também não impuseram restrições quanto a busca por outros investidores. A StartupA1 comenta: “Não, a gente tem uma relação de bastante confiança, então era muito a gente levar todas informações para eles, apresentar e coletar feedback. Sempre muito mais receptivo, mas nada de influenciar ou bloquear”. Propoe-se então uma segunda proposição teórica:

P2: Startups que receberam aportes anteriores, principalmente oriundos de investidores anjo e aceleradoras, podem se beneficiar da rede de relacionamento destes agentes e ampliar as chances de avançar para as próximas etapas de avaliação dos fundos.

4.4.1.3 Diluição

Para os fundos entrevistados, uma das características do mercado brasileiro de *venture capital* é o problema da diluição excessiva dos empreendedores fundadores. Diluição é a redução de participação na startup devido à emissão de novas ações que ocorre no momento da entrada de um novo investidor. Em troca pelo capital investido em uma empresa, geralmente a startup emite novas ações para esse investidor e acaba reduzindo a participação proporcional dos cotistas anteriores. Essa diluição elevada decorre do cheque relativamente pequeno pago pelos primeiros investidores em startups, que podem ser anjos, aceleradoras, corporações, por uma contrapartida elevada de participação.

Para o FundoC, a diluição é um problema para os fundos de investimento, pois existe o receio de que o empreendedor muito diluído fique desmotivado para gerir a startup. Ele pode passar a não se sentir mais o dono daquele negócio e tirar o foco de sua atuação profissional para fazer aquele projeto se desenvolver. Sobre esse ponto, a StartupD1 comenta: “Quando o empreendedor perde a motivação de tocar o negócio, é ruim para todos os investidores”.

A relevância do problema da diluição fica clara nas declarações realizadas pelos gestores. O FundoA comenta: “Então se eu chego em uma empresa que já tem aceleradora, já tem anjo, e a participação desses caras é muito relevante, eu não vou entrar... nem eu nem ninguém vai entrar”. Em outro momento o mesmo fundo reforça: “A principal restrição que o pessoal tem com anjos, aceleradoras e corporate venture é o excesso de diluição no processo”. O FundoB também deixa claro que a diluição dos sócios executivos é um ponto chave da análise: “O sócio executivo muito diluído a gente não entra na empresa”. Apesar de não

indicar um critério objetivo de qual seria um ponto de corte de diluição de uma startup, o FundoB afirma que existe um nível de diluição que eles se sentem mais confortáveis em investir: “... isso não é um ponto de corte objetivo, mas seria um nível que a gente consideraria aceitável, que os sócios executivos após a nossa entrada, fiquem com pelo menos 50% de participação na empresa.” Afirmam que não tem como dizer que existe um nível ideal de diluição, já que ela está muito relacionada à perspectiva de risco e retorno da empresa. “Se for uma empresa que vai demandar muitas rodadas subsequentes, o nível de diluição no primeiro momento tem que ser baixo”. Para ilustrar o funcionamento do mercado no Brasil e o que o FundoA considera como cenário ideal, o gestor preparou o quadro 13:

Quadro 13 – Ciclo de Investimento e Diluição Esperada

Fundo	Anjos, aceleradoras	Semente	Série A	Série B
Valor do aporte		R\$ 1 a 2 milhões	R\$ 5 a 8 milhões	R\$ 15 a 20 milhões
Participação dos empreendedores	80% - 90%	75% - 80%	60 – 65%	50%
Diluição		10 – 15%	20 – 25%	20%

Fonte: Elaborado pelo autor com informações repassadas pelo gestor do FundoA

Isso representa que o mercado de investimento no Brasil vai preferir empresas que cheguem até a série B, com os empreendedores e principais executivos mantendo participação ainda superior a 50% depois de recebido o cheque de série B, que gira entre R\$ 15 e R\$ 20 milhões. Ou seja, mesmo depois da diluição média de 20% da série B, eles ainda deveriam manter metade da participação na startup. Para que isso aconteça, depois do investimento da Série A eles devem ter mantido participação mínima de 60% e depois do investimento de um fundo de capital semente, a participação ideal seria de pelo menos 75%. Essa dinâmica de investimentos significa que os primeiros investidores, sejam anjos, aceleradoras ou outras empresas, não podem ter ficado com participação superior a 20% da startup no momento da sua entrada, sob pena de comprometer o ciclo de investimento.

Para o FundoA, o grande problema é que a maioria das startups no Brasil não está nessa trilha ideal. Para corrigir esse problema, o mercado tem adotado a emissão de *stock options*²⁴ como solução. Na prática isso representa uma diluição maior dos primeiros

²⁴ *Stock options* são instrumentos financeiros que concedem ao seu detentor, o direito de adquirir determinada quantidade de cotas de uma empresa a um preço previamente acordado (GIL, S. 2017). Neste caso, algumas

investidores em relação aos empreendedores quando entra um aporte de novo investidor. Com objetivo de corrigir o problema, gestores de fundos estão exigindo que os primeiros investidores diluam sua participação acima da diluição dos fundadores, fazendo com que a participação proporcional fique em condição melhor para rodadas futuras. O FundoA já condicionou um investimento em startup ao aceite desses termos pelos primeiros investidores, caso os anjos não aceitassem, não haveria negócio. Além da função de conceder maior participação ao empreendedor, a *stock option* serve também para corrigir eventuais distorções e desequilíbrios entre os fundadores, quando a participação inicial de cada um era muito diferente.

As startups entrevistadas também consideram que esse aspecto teve impacto em suas negociações com fundos de investimento. A StartupA1 argumenta que teve uma negociação com o primeiro investidor corporativo que não foi tão favorável e essa diluição superior ao ideal acabou prejudicando a negociação com os fundos: “A gente teve uma negociação inicial que não foi tão favorável olhando hoje. Só que naquela época entendo que a gente não tinha experiência para negociar da melhor maneira”. A StartupB4 também afirma que devido à sua inexperiência, acabou negociando mal a primeira rodada de investimento com o investidor anjo, que acabou ficando com 34% do negócio. Ainda sobre a diluição a StartupB3 comenta: “eu conheço muito empreendedor que o cara foi lá e vendeu 30% da empresa dele numa captação de investimento anjo, se você fizer isso, vai pegar investimento do investidor anjo e nunca mais vai pegar dinheiro com ninguém”.

A raiz do problema parece ser ainda a inexperiência que existe dos dois lados, tanto dos empreendedores, quanto dos investidores. No Brasil, muitos empreendedores estão tendo experiência em sua primeira startup, nunca tendo empreendido antes ou trabalhado em alguma startup que tenha trilhado todo caminho do investimento. Dessa forma, eles desconhecem as consequências de conceder participação muito grande aos investidores iniciais. Do outro lado, os investidores no Brasil, sejam pessoas físicas ou jurídicas, muitas vezes estão começando a investir e nenhuma empresa do portfólio ainda passou por todo ciclo de investimento. Muitos nunca se envolveram com fundos de investimento e ainda não conhecem os requisitos dessa forma profissional de investimento. Ao não ter o entendimento de todas as etapas e focar puramente em maximizar sua participação na companhia, acabam por prejudicar o potencial de captação futura dos empreendimentos. Desta forma, apresenta-se a seguinte proposição:

vezes os fundos exigem que os primeiros investidores cedam *stock options* para os empreendedores fundadores para corrigir uma diluição distorcida.

P3: Quando há diluição excessiva de participação dos empreendedores fundadores em decorrência dos primeiros investimentos negociados, há menor probabilidade de recebimento de investimento por parte dos fundos.

4.4.1.4 Direitos

Os primeiros investidores em startups tendem a introduzir muitas cláusulas de controle nos contratos de investimento, pois tem o receio de que os empreendedores possam ocultar informações relevantes e não agir de maneira a maximizar o valor do investimento dos investidores. Esse problema tem origem na assimetria de informação, já que normalmente os empreendedores conhecem mais sobre as condições da indústria, sobre a tecnologia desenvolvida, sobre o potencial de mercado e demais condições gerais do negócio do que os investidores (DOUGLAS; CARLSSON-WALL; HJELSTRÖM, 2014). Essa assimetria de informação resulta em potenciais problemas de risco moral e seleção adversa (JENSEN; MECKLING, 1976). Os contratos de investimento surgem para ajudar a alinhar os interesses e incentivos dos empreendedores e dos investidores, limitando que os empreendedores se comportem de maneira oportunista, prejudicando o retorno sobre o investimento (BURCHARDT *et al.*, 2016). Enquanto os empreendedores são motivados por manter o controle sobre a empresa e a flexibilidade sobre a gestão de sua expansão, os investidores desejam maximizar o retorno sobre o investimento e mitigar os riscos associados a ele (BURCHARDT *et al.*, 2016).

No entanto, como observaram o FundosA e o FundoD e os especialistas entrevistados, essa motivação de garantir maior segurança acaba muitas vezes gerando um desequilíbrio de direitos em prol dos investidores, podendo impactar negativamente na avaliação dos fundos de investimentos posteriormente. Em relação a este tópico o Especialista1 comenta: “Quando está entrando o anjo, é muito comum querer alguns direitos que lá na frente se vê que são excessivos”. Já o especialista2 relata: “Talvez no início, até por falta de familiaridade com o investimento de risco propriamente falando, o pessoal que tinha mais grana e começou a brincar nessa área era de segmentos mais tradicionais, e os primeiros investidores acabaram querendo alguns direitos que talvez no olhar dos fundos de investimento sejam excessivos”.

Esse problema de direitos em excesso tende a acontecer de forma mais acentuada com investidores inexperientes e que desconhecem todo o ciclo de investimento das startups e das necessidades e motivações dos investidores institucionais. Estudo realizado por Bengtsson e

Sensoy (2011) concluiu que investidores mais experientes e com maior habilidade de governança focam suas atenções em um maior envolvimento com a gestão da startup do que na obtenção de cláusulas contratuais que visam minimizar os prejuízos dos investimentos. Já Kelly e Hay (2003) concluíram que em situações em que os investidores anjos têm mais experiência em determinada indústria do que os empreendedores, os contratos tendem a não apresentar tantas cláusulas de controle e que os anjos aprendem a mensurar e gerenciar melhor os riscos de agência com a maior experiência na realização de investimentos.

Os especialistas e fundos entrevistados apresentaram alguns direitos que podem impactar negativamente na avaliação de investimento realizado pelos fundos. São os direitos de veto, *drag along* e cláusulas anti-diluição, descritos a seguir:

Direito de veto: A primeira categoria de direitos considerados como demasiados refere-se aos direitos de veto. Os investidores usam direitos de veto para influenciar o direcionamento estratégico das startups e para proteger seu investimento em casos nos casos em que não concordem com alguma decisão dos empreendedores (BUCHARD *et al.*, 2016). Os direitos de veto não permitem que os investidores tomem alguma decisão pela empresa, mas previnem que alguma decisão seja tomada quando não estiverem de acordo. O uso dessa forma de controle aumenta com quanto maior for a assimetria de informação entre investidores e empreendedores (BUCHARD *et al.*, 2016), por isso investidores não profissionais acabam por vezes controlando demais as investidas. De acordo com Coelho, Camargo e Rigão (2017), os poderes de veto buscam “minimizar a ocorrência de problemas de agência, em especial ao do risco moral, uma vez que estabelece consequências pela possível quebra de confiança, materializada por um desvio de conduta do Agente na aplicação dos valores recebidos, que podem nem sempre estar alinhados aos interesses do Principal”. O quadro 14 apresenta os direitos de veto que mais aparecem nos contratos de investimento de *venture capital*.

Quadro 14 – Direitos de Veto

Veto de venda de ativos	Direito de proibir a venda de ativos da startup.
Veto de mudanças no acordo de acionistas	Direito de proibir mudanças no acordo de acionistas.
Veto de venda de ações/cotas	Direito de proibir a startup de vender cotas/ações.
Veto de estrutura de capital	Direito de vetar mudanças na estrutura de capital da startup.
Veto na distribuição de lucros	Direito de vetar mudanças na política de distribuição de lucros.
Veto de dissolução da empresa	Direito de proibir a dissolução da startup quando o VC apresentar solução alternativa.
Veto de aquisições/vendas	Direito de proibir a aquisição ou venda de subsidiárias.
Veto de plano de negócios	Direito de vetar para alterações no plano de negócios existente.
Veto de pessoal	Direito de vetar alterações no número de funcionários.

Fonte: Buchard *et al.*, (2016, p.4, tradução nossa)

Os três especialistas têm a opinião de que os direitos de veto são um problema recorrente nos contratos de investimento em startups realizados no Brasil, pois os investidores têm solicitado muitas vezes a inclusão de diversas cláusulas que retiram das startups a agilidade para a tomada de decisão e a flexibilidade para ajustar seu modelo de negócio em resposta à validação do mercado. Muitas vezes esses vetos estão atrelados à limitação do poder de compra dos empreendedores, limitando o valor máximo de investimento que pode ser realizado sem aprovação do investidor. Também são vetadas muitas vezes as alterações de pro labore dos empreendedores e as contratações de novos profissionais que tenham salário acima de determinado patamar. O veto ao plano de negócios é um dos mais rígidos e que mais prejudica a liberdade de alteração de estratégia das investidas, já que obriga que os empreendedores sigam o modelo de negócio pre aprovado ou exigem que todo o capital investido seja aplicado de acordo com o detalhamento de alguma projeção de fluxo de caixa anexa ao contrato de investimento. Além do potencial de prejudicar as startups ainda em fase de validação do modelo de negócios, essas cláusulas tendem a não ser aceitas por fundos de investimento, que demandam uma renegociação desses termos no momento de seu aporte. De acordo com o FundoA e o FundoD, se os primeiros investidores não forem flexíveis e não abrirem mão de seus direitos a veto, o novo investimento fica comprometido.

Drag along: Os investidores que detêm o direito de *drag-along*, quando optam por vender sua participação na startup à algum investidor externo, podem forçar os outros acionistas a vender suas respectivas participações ao mesmo comprador nos mesmos termos e valores acordados (BURCHARDT *et al.*, 2016; CHEMLA; HABIB; LJUNGQVIST, 2007).

Os especialistas concordam que a exigência de cláusulas de drag-along já pelos primeiros investidores pode ser problemática, já que significa que estes investidores poderiam tomar isoladamente a decisão de vender a empresa inteira, mesmo sem a concordância de outros investidores que tenham aportado capital subsequentemente. Apesar do direito ao drag-along ser um termo padrão nos contratos de investimento realizados pelos fundos de *venture capital* e *private equity*, a existência de outros investidores com esse direito não é atrativa na análise de investimento realizada por eles. Os fundos exigem que sejam os únicos detentores do direito de vender a empresa quando encontrarem algum investidor que faça uma proposta considerada atrativa.

Esse tipo de cláusula é uma segurança para as outras modalidades de investimento em especial nos casos em que a startup acaba não se tornando atrativa para nenhum fundo de investimento. Nessas situações, o drag-along é importante para evitar que os anjos, aceleradoras, corporações acabem ficando com o capital investido sem possibilidade de liquidez. É importante ressaltar que a existência do direito em si não é o problema sob a ótica dos fundos, mas sim a indisposição dos investidores prévios em abrir mão desse direito.

Anti-diluição: Clausulas anti-diluição protegem os investidores de ter sua participação na startup diluída em determinadas situações. Geralmente é um direito utilizado para proteger os investidores caso a empresa receba um novo investimento que use como base um valor atribuído à startup que seja menor do que o valor utilizado quando os investidores realizaram o aporte (FELD; MENDELSON, 2013). A emissão de novas ações ou cotas da startup à um preço inferior ao preço pago previamente por outros investidores é também conhecido como “*down-round*” (BARTLETT III, 2003).

Esse tipo de proteção pode ser um problema, pois como foi visto anteriormente, existe um problema de excesso de diluição dos empreendedores no mercado brasileiro de *venture capital*. Qualquer cláusula que proteja a diluição dos primeiros investidores em detrimento dos empreendedores, aprofunda ainda mais essa distorção já existente. Sendo assim, cláusulas anti-diluição não são avaliadas de forma positiva pelos fundos de investimento, que podem condicionar seu investimento à retirada desta condição. Posto isso, propõe-se:

P4: Startups que tenham em seus contratos de investimento clausulas de direito de veto, drag along e anti-diluição que sejam muito restritivas, podem ser impactadas negativamente na avaliação por um fundo.

4.4.2 Relações de investimento

Cada uma das modalidades de investidores apresenta características próprias que de alguma forma impactam na avaliação dos fundos de investimento ao analisarem startups de interesse. Esta seção aborda individualmente essas especificidades dos investidores anjo, das aceleradoras, dos investimentos corporativos e das plataformas de *crowdfunding*.

4.4.2.1 Coinvestimento com investidores anjo

Quando os gestores de *venture capital* avaliam oportunidade de investir em empresas que tenham sido apoiadas anteriormente por anjos, essa análise parece levar em conta mais o perfil pessoal do investidor e da sua relação atual com a startup do que questões ou receios pertinentes a características específicas da modalidade de investimento anjo. Em linha geral, como foi visto, anjos experientes, com boa reputação e que participam de grupos profissionais de investimento, causam impacto positivo nos gestores pela sinalização de qualidade da startup e pelo apoio que ela vem recebendo do anjo (DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; HARRISON; MASON, 2000).

Para o FundoA, um dos principais problemas do investimento anjo são as características comportamentais do próprio investidor: “Se é um cara bacana, compreensivo, ok. Agora se tu já sente que é um cara brigador, tu não vai te enfiar porque vai se incomodar com isso lá na frente.”. O Fundo ainda traz a atenção que em diversos casos os anjos entram em alguma forma de disputa ou litígio com os empreendedores e esses conflitos internos tendem a dificultar a negociação e até inviabilizar o investimento do fundo algumas vezes. Essas disputas acontecem por diversos motivos, seja uma discordância sobre o modo de gestão dos empreendedores, ou porque o anjo se considera quase um executivo da empresa e não aceita seu papel secundário de investidor e mentor do negócio. O FundoD tem preferência de investir em empresas com poucos anjos, já que uma grande quantidade de investidores aumenta a possibilidade de haver algum problema de relacionamento e de alinhamento de expectativas. “Acho que mais de três já complica. Eu não sei se a gente fez alguma desse tipo, normalmente tem um anjo.”

O FundoC relata que também teve experiência negativa na avaliação de startups com investidor anjo por questões particulares do investidor. O investidor anjo da empresa era alvo de investigação em uma grande operação nacional de combate à corrupção e os próprios

empreendedores não sabiam do seu envolvimento no processo criminal. Desde então o fundo passou a ser mais cauteloso no seu processo de diligência com os sócios investidores, buscando entender quem são essas pessoas e qual a origem de seu capital.

Os relatos do FundoB e do FundoC estão alinhados com o trabalho de Hellmann e Thiele (2015), que considera que anjos e fundos são complementares inicialmente, mas com o passar do tempo essa relação pode se tornar conflituosa, já que os fundos deixam de ver importância na participação dos anjos para o desenvolvimento das startups. Nas empresas do portfólio do FundoB, normalmente os anjos continuam participando dos conselhos de administração das startups, em especial quando o investimento é realizado por grupos de anjos. No entanto, reconhece que depois de sua entrada, os anjos passam a gerar menor valor para a startup. O FundoC concorda que boa parte dos anjos não agrega nada além do capital, sendo sua participação mais relevante no início, quando abre algumas portas para a startup. Com o passar do tempo esse benefício potencial acaba diminuindo a medida que o negócio se torna mais maduro e complexo. Sobre este aspecto comenta: “...aceleradoras a gente não conversa, são só participantes. Os anjos também não. Os fundos já estruturados a gente acaba conversando e alinhando muito as nossas decisões estratégicas. Eles participam do planejamento com a gente.”

A StartupCo2 considera como sendo vantajoso o fato de possuir um grupo qualificado de anjos e utiliza alguns de seus nomes em apresentações para passar um sinal de qualidade para o mercado. Para a StartupB3 o perfil do investidor é fundamental porque muitos deles não têm experiência nesse mercado e não entendem como o ciclo das startups funciona. Para não comprometer o desenvolvimento da empresa, a startup sugere que sejam buscados grupos de anjos, pois nestes, geralmente há pessoas especializadas e que realizam investimentos de forma continuada. A StartupA2 e StartupB2 reconhecem que o problema de relacionamento foi significativo para elas. O investidor anjo original da StartupA2, tinha vaga no conselho de administração da empresa, acabou se desentendendo com o fundo e esse conflito resultou na retirada do investidor do conselho para novas discussões fossem evitadas. Para os empreendedores da StartupB2, houve um problema entre o fundo e o investidor anjo por terem visões e objetivos diferentes sobre o negócio. Enquanto o anjo trouxe uma mentalidade de empreendedorismo tradicional, com foco em geração de lucro da startup, o fundo fez aporte com o propósito de investir no crescimento rápido e aumento de participação de mercado. Em decorrência destes aspectos, propõe-se:

P5: As startups que receberam aporte de anjos experientes e com boa reputação têm maiores chances de captar investimento posteriormente.

4.4.2.2 Coinvestimento com aceleradoras

As aceleradoras estão mais cientes de seu papel dentro do ciclo inicial de crescimento e investimento das startups. Os gestores de fundos são beneficiados por suas atividades, pois as aceleradoras, ao longo de seu processo, acabam selecionando startups com maior potencial e as reunindo geograficamente e organizando os empreendedores em turmas. Essas funções de agregação e filtragem reduzem os custos e horas de dedicação dos fundos na atividade de busca de oportunidades (HOCHBERG, 2016). A medida que as aceleradoras ganham credibilidade com o passar do tempo, as startups que passam pelos seus programas de aceleração sinalizam um aspecto de qualidade para potenciais investidores, servindo também como uma forma de redução de esforço de busca de oportunidades para os investidores institucionais (COHEN, 2019).

Diversas aceleradoras são criadas com o principal propósito de servirem como intermediárias entre as startups e uma complexa rede de investidores profissionais, como os fundos de investimento. Essas aceleradoras focam suas ações na melhoria de qualidade das startups selecionadas e na redução dos esforços de captação dos investidores. Para alcançarem esses objetivos, focam ações na organização de turmas de startups, mentorias, capacitações e na construção de apresentações para investidores (COHEN, 2019). Os empreendedores recebem a chance para apresentarem suas startups a um grupo qualificado de investidores ao final do período de aceleração em um evento chamado de demo day (COHEN; HOCHBERG, 2014).

Apesar de concordar que as aceleradoras estão mais preparadas, o FundoA considera que investiu em poucas empresas que passaram pelo processo de aceleração, mas não sabe explicar exatamente qual o motivo. O gestor ressaltou que o relacionamento com as aceleradoras é muito bom, já que elas têm o entendimento maior sobre seu papel e da diminuição da sua relevância depois da entrada do fundo. As startups que foram aceleradas e receberam capital de fundo concordam que as aceleradoras exercem um papel de conexão e intermediação com os gestores. A StartupD1 indica ter gostado muito de ter participado do processo e informou que houve um grande preparo para que as startups saíssem da aceleração prontas para receber investimento: “Você sai de lá *ready to invest*, esse é o carimbo que eles

chamam. Então você já sai basicamente com uma pastinha com uma *due diligence* toda pronta, com os processos todos bem definidos, e aí o processo de *funding* é muito mais rápido”. Dessa forma, apresenta-se a proposição seguinte:

P6: Quando as startups recebem recursos de aceleradoras, há um impacto positivo sobre a avaliação dos fundos de investimento em decorrência da preparação realizada e da sinalização de qualidade dos projetos.

4.4.2.3 Coinvestimento com corporate venture

Diferentemente dos anjos e das aceleradora, a participação de *corporate venture capital* nas startups parece impactar de forma mais significativa a avaliação dos fundos de investimento. Somente o FundoA realizou um investimento nestes moldes. O FundoB não investiu em nenhuma empresa com CVC e o FundosC e FundoD relataram que não houve nenhuma startup investida por corporação que tenha procurado o fundo para realizar uma nova rodada.

O FundoA, FundoB e FundoD têm a opinião de que nenhuma gestora de *venture capital* gosta de investir com *corporate venture*, pois a presença de uma grande empresa na estrutura de capital da startup tende a restringir as alternativas de liquidez, ou seja, podem limitar as alternativas de venda dessa startup no futuro. As opções de venda são limitadas, pois uma grande empresa maior não iria querer investir em uma startup que apresente uma concorrente dela como sócia investidora. Os fundos preferem ter todas as opções em aberto para otimizar a possibilidade de um potencial comprador realizar uma oferta. Como os fundos têm um prazo de duração determinado, e ao final deste período devem retornar o capital aos investidores, a dificuldade de liquidez em algum investimento pode acarretar em uma adiamento do prazo de encerramento, impactando negativamente a visão dos investidores sobre o gestor do fundo. Para o FundoA: “Então geralmente o corporate venture atrapalha... pode vir a atrapalhar a questão de liquidez. Mesmo que no contrato os termos não atrapalham, na vida real pode atrapalhar.”

Além do aspecto de liquidez, a participação de uma corporação também pode causar impacto negativo na operação comercial da startup. Isso acontece, pois clientes em potencial da startups podem ser concorrentes da empresa investidora, atrapalhando o processo de prospecção de novos clientes.

Apesar de ressaltar os aspectos negativos, o FundoA realizou um investimento em uma empresa deste perfil. Justificaram o investimento por ser uma startup do setor de saúde, no qual a participação estratégica de uma empresa com boa participação no mercado poderia trazer mais pontos positivos do que negativos. O FundoC demonstrou não ter uma restrição tão grande em relação a esse tipo de investimento. Atualmente estão em negociações com um corporate venture de fora do Brasil para aporte em uma startup do portfólio.

A literatura relata que as startups se beneficiam ao obter ativos complementares importantes das grandes empresas, como o acesso a infraestrutura e expertise para desenvolvimento de novos produtos, e ainda apoio em marketing, vendas e outras áreas estratégicas (DUSHNITSKY; LENOX, 2005; KATILA; ROSENBERGER; EISENHARDT, 2008; PARK; STEENSMA, 2012). No entanto, as startups entrevistadas foram muito críticas em relação a esse tipo de investimento. A StartupB2 recebeu investimento de uma empresa do mesmo setor de atuação, o que poderia ter resultado em sinergias comerciais interessantes. No entanto as sinergias não se realizaram e o empreendedor acabou considerando que o investimento da empresa se aproximava mais de um investimento anjo do que um investimento estratégico. A StartupD1 tem relacionamento com diversas startups que receberam investimento de corporate venture e acredita que não é uma opção interessante para startups em estágio inicial de desenvolvimento: “A gente já viu experiências que é o abraço do urso, ele é quentinho, mas te sufoca. Porque a empresa tende a influenciar teu roadmap, teu modelo de negócios para atender às dores dela.” Um investimento de outros investidores, mais inclinados a buscar soluções para problemas amplos do mercado, deixariam a startup mais livre para se desenvolver. Sobre esse tópico a StartupB1 reforça:

Eu também vi outras startups que tiveram investimento de corporate venture por trás e de fato o corporate não somou nada para eles, na verdade acabou até engessando. Então imagina, você cria uma startup, faz corporate e acha que aquele corporate vai ser teu cliente, vai abrir clientes para você e na prática isso nunca acontece (Empreendedor StartupB1).

A StartupCo1 negociou com uma grande empresa, mas acabou optando pela captação em plataforma por considerar o contrato de investimento muito mais justo para o empreendedor e que os requisitos impostos poderiam travar a empresa. Uma explicação para essas críticas pode ser a curta existência dessas iniciativas no Brasil, considerando que a maioria das empresas que realizam esse tipo de investimento o fazem a poucos anos (SEBRAE; ANPROTEC, 2018). Desta forma de relacionamento, indica-se a proposição:

P7: A participação de CVC na startup influencia negativamente na avaliação dos fundos de investimento já que esse aporte tende a restringir as alternativas de liquidez para o fundo no futuro, além de limitar a operação comercial da startup.

4.4.2.4 Coinvestimento com plataformas de crowdfunding

O efeito do *crowdfunding* sobre a avaliação dos fundos de investimento não é tão claro. Para alguns há um nítido efeito negativo sobre a possibilidade de receberem aporte do fundo enquanto outros gestores são indiferentes em relação a essa captação prévia. O FundoA é abertamente crítico às plataformas e afirma que não investiria em uma startup que tivesse recebido dinheiro de *crowdfunding* de investimento. O FundoD diz não ter restrição. Inclusive consideraria ser uma opção para alavancar uma campanha de *crowdfunding* como uma espécie de investidor líder da rodada. O FundoB não foi procurado por nenhuma empresa que tivesse recebido investimento via plataforma, então não trataram sobre essa questão e eventuais problemas jurídicos que esse processo envolveria. Mas a priori, não tem restrições quanto a esse tipo de investimento.

Fundos mais críticos às plataformas afirmam que são três os fatores que os fazem ter uma visão negativa sobre as startups que realizaram esse tipo de captação: seleção adversa, governança fragmentada e *valuation*.

Em primeiro lugar, os relatos tendem a confirmar a conclusão de Mödl (2018), já que os pequenos investidores das plataformas têm maior probabilidade de financiar projetos que não seriam selecionados por outros tipos de investidores profissionais. Assim, projetos não tão qualificados acabariam optando por captar em plataformas, já que teriam mais dificuldade em viabilizar um investimento anjo ou de aceleradora. Para o FundoA: “É a minha visão, não só minha visão, é a visão de muitos fundos lá de fora também. É uma visão sincera, para mim o *equity crowdfunding* é uma seleção adversa.”

Outro problema apontado pelo FundoA e pelo FundoC é o receio em relação aos problemas de governança que podem ocorrer devido ao grande número de investidores e o sinal negativo que isso pode causar para as próximas rodadas de investimento. Essa visão está alinhada com os achados de Colombo e Shafi (2016) e Mödl (2018), já que para ambos, essa estrutura de investimento fragmentada afeta negativamente a avaliação dos gestores. O FundoA demonstrou ter receio em relação aos processos operacionais de administrar uma grande quantidade de investidores e o quanto isso pode impactar no dia a dia da empresa e em

seus compromissos formais como sociedade anônima. Sobre isso comenta: “E lidar com muitos sócios não tem como, é muito difícil. Por mais que o cara não tenha direito, tu precisa fazer uma ata, todo mundo tem que assinar, tem que buscar mil assinaturas, eu não consigo imaginar como funciona isso.” Outro receio do fundo é a maior probabilidade de que com o aumento do número de sócios, aumente a possibilidade de algum cotista realizar algum questionamento judicial sobre alguma ação da empresa ou dos sócios. “por mais que eu tenho os meus direitos previstos em acordo e eles não tenham, se um acionista quiser complicar, vai complicar.” O FundoC informou que estava avaliando empresa com esse perfil, mas como não é possível negociar com um elevado número de investidores, exigiu que o próprio empreendedor fosse nomeado como representante legal e pudesse votar em nome de todo grupo de investidores que aportaram via campanha. A StartupB1, StartupB4 e StarupCo2 entendem que pode haver sim problemas de governança e problemas operacionais para administrar uma grande quantidade de investidores e mantê-los informados continuamente com reports periódicos.

O terceiro aspecto negativo trata sobre o *valuation*²⁵. O processo de *valuation* é importante para os investidores porque o valor atribuído à startup determina qual o percentual do negócio eles irão receber em troca do aporte que está sendo realizado (MILOUD; ASPELUND; CABROL, 2012). O problema do valor elevado atribuído às startups pelas plataformas já havia sido apontada em reportagem da revista Forbes em 2015 (DE VASCONCELOS, 2015):

Recent equity crowdfunding investment opportunities have brought valuations to the spotlight. Companies are raising finance from the crowd at record valuations. Professional investors are taking note, unsure of what this means for them and wondering how the crowd expects to make a profit. (DE VASCONCELOS, 2015).

Esse valor superior ao que seria atribuído por outros investidores nessa primeira rodada de investimento pode acabar frustrando os investidores não profissionais que aportaram capital na empresa via campanha. Isso acontece, pois quando um investidor profissional, como um fundo de investimento, for realizar uma segunda rodada, um novo processo de *valuation* será realizado por este investidor. Como os investidores profissionais tendem a ser mais criteriosos, o valor definido para a empresa nessa nova rodada pode ser até

²⁵ Valuation é o processo de determinar o quanto vale algum ativo ou empresa através de um método analítico (CHEN, 2019). É fundamental para as startups e investidores para definir o quanto de participação o investidor terá direito a receber em troca do montante que está sendo investido.

inferior ao primeiro *valuation*. Lukkarinen *et al.* (2016) identificaram evidências de que os critérios de avaliação de investimento utilizados pelos investidores tradicionais de *venture capital* são diferentes dos critérios utilizados por investidores em campanhas de *crowdfunding*.

Sobre o *valuation*, o FundoA comenta: “Então acho que sim, o *valuation* nas plataformas de *equity crowdfunding* está muito esticado.” A StartupA2 reconhece que existe preconceito dos fundos com empresas que realizam captação via *crowdfunding*, em especial pelo problema de *valuation* descrito: “Eu fiquei sabendo porque eu tentei captar com *crowdfunding* recentemente e os fundos disseram que não porque captaria com *valuation* acima do que outro fundo iria entrar. Os fundos acham que no *crowdfunding* você capta com *valuation* mais alto do que o *valuation* que o fundo daria. De certa forma, é verdade mesmo”.

A StartupB1 não gosta do modelo, pois prefere um investidor que agregue na empresa sua experiência além do capital: “A gente acredita muito no que o outro lado tem para somar além do dinheiro. Se fosse uma opção só pelo dinheiro, a gente poderia ter aberto a cabeça para usar uma plataforma”. Outro aspecto que deixa a startup receosa é não saber quem são os investidores que estão entrando na rodada, podendo ser até um competidor interessado em acompanhar informações da empresa. A partir destas considerações, apresenta-se a proposição teórica seguinte:

P8: Empresas que captaram recursos via plataformas de *crowdfunding* de investimento podem enfrentar dificuldades na captação de novas rodadas com fundos de investimento, já que parte dos gestores avalia negativamente essa modalidade em função dos problemas de seleção adversa, governança fragmentada e *valuation*.

4.5 AS RECOMENDAÇÕES DOS GESTORES E EMPREENDEDORES PARA STARTUPS E DEMAIS INVESTIDORES

4.5.1 Recomendações para as Startups

Ao longo das entrevistas, tanto gestores de fundos de investimento, quanto outros empreendedores fizeram uma série de sugestões para facilitar a trajetória de captação de recursos das startups e evitar que erros sejam cometidos. Erros que podem impactar na capacidade atual de angariar capital, mas também podem impactar negativamente na

negociação futura de rodadas de investimento. As sugestões foram consolidadas em algumas categorias: gestão organizada, jurídico, informação, *smart money* e *bootstrapping*.

Em primeiro lugar, os gestores do FundoC e FundoD sugerem que haja maior empenho dos empreendedores em deixar a gestão da startup organizada. O FundoD comenta que entende que a prioridade do time seja vender e entregar o produto ou serviço que estão desenvolvendo, e é natural e compreensível que o foco seja de fato esse. No entanto, para o gestor, se houvesse maior organização financeira, contábil, societária, jurídica, tributária e trabalhista, o tempo de negociação com os investidores seria reduzido. O FundoC ressalta a falta de controle sobre o *cap table* da empresa, já que muitas vezes os empreendedores não têm um controle detalhado dos acionistas, dos contratos de mútuo, e de outros instrumentos que possam representar participação atual ou futura na startup. Muitas vezes o contrato social não reflete a situação atual e não existe nenhum instrumento jurídico com outros investidores que entraram na empresa mediante acordo verbal entre eles. O gestor do FundoC informa: “Ele não tem esse controle de como é a governança e quem está dentro e quem não está. As vezes não tem nem contrato”. Para facilitar a captação, a StartupB1 sugere que as startups precisam enxergar a busca de investimento como um processo. Ela precisa ter as etapas organizadas, registrando todos contatos realizados. Para o empreendedor: “Ter tudo organizado evita de você ter que ficar perguntando coisa que já perguntou lá atrás. Isso mostra preparação do founder também. Você está sendo avaliado até nessa parte que você acha que não está sendo”. Já para a StartupA2, StartupB3 e StartupCo2, um dos maiores erros das startups é esperar precisar de dinheiro para começar a se relacionar com investidores. É importante que os empreendedores iniciem logo um processo de relacionamento e que seja contínuo. Sobre isso, a StartupB3 menciona:

Hoje a gente tem relacionamento bem próximo com alguns fundos de investimento, não por estar captando recurso, mas facilita muito esse pessoal já saber de você, já te acompanhar, antes de você precisar de grana... você permite que eles te acompanhem com uma certa regularidade, isso tem encurtado muito a jornada de captação (Empreendedor StartupB3).

A StartupA2 reforça que esse aspecto impacta também no poder de negociação: “Outra dica é não captar de barriga vazia. Se você está com seis meses de runway²⁶, o fundo

²⁶ Runway é o termo em inglês utilizado para definir o tempo que a empresa consegue operar até ficar sem caixa, considerando as receitas e despesas atuais.

vai demorar seis meses para te dar ok. Aí ele consegue jogar as cláusulas que ele quer. Cláusulas que podem te complicar no futuro”.

Já no que se refere ao aspecto jurídico, na seção sobre excesso de direitos dos investidores foram apontadas algumas cláusulas contratuais que podem afetar negativamente a negociação em rodadas posteriores de investimento. Essa preocupação jurídica é confirmada pelo FundoA para o qual é fundamental que as startups sejam bem assessoradas juridicamente, preferencialmente por um especialista em direito societário e com experiência e conhecimento profundo sobre *venture capital* e *private equity*. Segundo ele: “um contrato mal feito com um anjo, ou um anjo mal escolhido, pode prejudicar o futuro da empresa para sempre.” O empreendedor da startupB1 reforça a importância das startups serem assessoradas juridicamente: “Outra dica é ter bons advogados, porque você não pode assinar um negócio desses sem entender o que está acontecendo, quais são as cláusulas que podem te impactar lá na frente.” A StartupB1 reconhece a importância de manter um *cap table* com número reduzido de investidores, já que uma grande quantidade de sócios dificulta a logística de documentos em cada alteração contratual que a empresa precise realizar e pode atrasar novos aportes de capital.

Outra sugestão relevante é a busca de informação pelos empreendedores. Para a StartupA1 e StartupB1, é importante que as startups entendam o seu momento, ou seja, em qual fase de desenvolvimento ela se encontra e se esse é o momento de conversar com investidores. É importante conhecer como funcionam e quais são as práticas de mercado de cada uma das modalidades de investidor. O fundador da StartupA1 comenta:

Entender as regras do jogo é bastante importante antes de ir para o mercado e começar a falar sobre investimento. Tem que ter clareza do estágio e do perfil do investimento que está buscando... Eu acho que o importante é isso, ele tem que entender em que momento está, em qual perfil de investimento ele se encaixa e ter clareza no formato de investimento para a negociação ser bem sucedida (Empreendedor StartupA1).

A StartupA2, StartupB1 e StartupD1 sugerem que os empreendedores pesquisem e entendam bem o perfil dos potenciais investidores, buscando saber qual a sua cultura, se são atuantes junto às empresas de seu portfólio, e qual seu histórico de investimento e performance. Aconselham que os fundadores conversem previamente com outras startups que já negociaram e receberam aporte daquele investidor. Para a StartupB1, o empreendedor precisa entender bem se a startup se enquadra na tese de investimento do fundo, já que essa busca por investimento exige uma grande dedicação dos fundadores: “Nunca se sai de uma

reunião com um fundo sem ter que fazer lição de casa...precisa levantar indicadores e isso gasta tempo. Então o founder precisa ser bem seletivo com quem ele vai falar e já entendendo esse alinhamento de expectativa do perfil do fundo (Empreendedor StartupB1)”. A StartupA2 também revela a importância do alinhamento, já que na ausência do alinhamento claro de interesses e expectativas, o relacionamento entre investidor e investida pode ser tornar conflituoso com o tempo:

A gente teve várias brigas. Tentaram me tirar de presidente. Tentaram tirar meu sócio. A gente teve esse tipo de problema. Toda a vez que um fundo tenta tirar, é pelo menos um mês e meio de briga. Se perde muito tempo do ano. Então tem que ter um fundo que não vai te dar trabalho. Não tem que te custar, tem que te agregar (Empreendedor StartupA2).

Já para a StartupB4, StartupD1 e StartupCo1, o foco dos empreendedores deve ser em procurar investidores, sejam fundos, aceleradoras, empresas, anjos, que entrem com *smart money*, ou seja, investidores que agreguem ao negócio novos conhecimentos, auxiliem na tomada de decisão estratégica, agreguem governança e ampliem a rede de relacionamento. Sobre captação, a StartupB4 comenta: “dinheiro por dinheiro não é mais tão importante quanto era lá atrás. O fundo correto e o parceiro correto tem muito a agregar no negócio, e as vezes, quando você está precisando, você se deixa levar pelo dinheiro somente”. A StartupCo1 valoriza a busca de investidores que sejam especialistas no setor de atuação e no modelo de negócio da startups, pois nesse caso, o investidor pode trazer conhecimento e experiências que já teve anteriormente. Se a startup não encontrar investidores com esse perfil, sugerem que a captação via plataforma de *crowdfunding* pode ser mais interessante, já que investidores que não conhecem o setor, tendem a subestimar o valor do negócio. A StartupD1 reforça que é importante que a startup e o investidor compartilhem da mesma visão para a empresa, caso contrário o relacionamento pode se deteriorar com o tempo, a medida que fiquem explícitos os conflitos de interesse e de cultura entre eles.

Por último, é sugerido aos empreendedores o foco em *bootstrapping*²⁷. A principal sugestão da StartupD1 é evitar enquanto for possível a captação de recursos de terceiros. Quanto maior o tempo que a empresa conseguir crescer via bootstrapping, menos diluição os empreendedores vão sofrer ao longo da sua jornada de crescimento. Os empreendedores

²⁷ Bootstrapping é um termo em inglês que significa que a startup cresce com a utilização do fluxo de caixa gerado pelo próprio negócio, sem buscar investidores externos.

devem lembrar que existem outras opções no mercado, como recursos de subvenção e linhas específicas de financiamento para projetos de inovação.

Quadro 15 – Recomendações para as Startups

Sugestão	Descrição
Gestão organizada	Manter as gestões financeira, contábil, societária, jurídica, tributária e trabalhista organizadas a todo momento; Empreendedores devem ver a captação de investidores como um processo, com todas etapas organizadas e monitoradas.
Jurídico	As startups devem buscar assessoria jurídica especializada em direito societário e com experiência em análise de contratos de investimentos.
Informação	Os empreendedores devem entender bem o funcionamento do mercado de investimento e o perfil dos investidores. Com informações sobre cultura e atuação de cada um, podem avaliar se o perfil do investidor está adequado às suas necessidades.
Smart Money	As startups devem buscar investidores que agreguem experiência e novos conhecimentos ao negócio, além do capital de investimento.
Bootstrapping	Sugestão de que as empresas tentem crescer com a geração interna de recursos enquanto for possível, lembrando que também existem opções de subvenção e financiamento.

Fonte: Elaborado pelo autor

4.5.2 Recomendações para os Investidores Iniciais

O relato dos gestores e empreendedores possibilitou a consolidação de algumas sugestões aos investidores que aportam recursos nas etapas iniciais de desenvolvimento das startups. As recomendações estão relacionadas principalmente com a necessidade dos investidores entenderem seu papel para o desenvolvimento da startups, mas também terem conhecimento de todo ciclo de desenvolvimento e financiamento. As contribuições foram subdivididas em quatro categorias: diluição, flexibilidade, papel e conhecimento do ciclo.

O impacto significativo da diluição e seu efeito sobre o ciclo de financiamento das startups mereceu seção própria de análise. O assunto é muito relevante no mercado brasileiro de *venture capital* e foi citado diversas vezes como sugestão de melhoria para os investidores. As opiniões deixam claro que os investidores precisam entender melhor a dinâmica do mercado e saber que a sua entrada é só o início de uma trajetória que pode envolver a entrada de novos investidores no futuro. O FundoB menciona: “O anjo na hora de entrar tem que ter clara essa relação de participação que vai requerer para não inviabilizar rodadas subsequentes de investimento”. A StartupA1 reconhece que não estava preparada quando recebeu a primeira rodada de investimento e que as startups devem ativamente orientar os investidores para que problemas sejam evitados: “Não adianta eles quererem pegar uma grande fatia e dai

quebrar a cadeia do negócio depois... A gente não estava 100% preparados e não conseguimos ensinar isso para nosso investidor”. A StartupB2 reconhece a importância fundamental do *cap table*: “Os anjos pegaram um percentual muito pequeno da empresa, então a gente não ficou com esse cenário vendido. Se o anjo esfolar o cara e pegar metade da empresa, tem enorme chance de ninguém seguir e acaba sendo um tiro no pé”.

Alguns entrevistados manifestaram que flexibilidade é uma das características mais importantes que os primeiros investidores precisam ter. Como novos investidores, com outras percepções e objetivos de negócio irão entrar na startup, é importante que sejam utilizados contratos de investimento que não tenham regras e direitos demais e que podem acabar afastando potenciais investidores. Muitas vezes na negociação com fundos de investimento, os gestores irão solicitar a renegociação de alguns termos dos acordos firmados com investidores anteriores, principalmente quando houver nos contratos cláusulas consideradas como excessivas conforme abordado anteriormente. Para os fundos, é importante que os investidores façam essa análise de forma racional e levando em consideração que o objetivo de todos é o sucesso da empresa. A StartupB1 comenta: “Já vi casos com outras startups que o investidor não queria abrir mão do direito de ter uma cadeira no conselho, mas o que é uma cadeira no conselho de uma startups?... quase nada... e o cara quer brigar por uma cadeira no conselho”.

Além disso, é importante que os investidores saibam que a relevância do investimento realizado por eles vai diminuir ao longo do tempo à medida que novos investidores entrarem na startup (Gestor FundoA). O anjo que tinha um papel ativo no início da jornada, normalmente passa a ter um papel cada vez mais passivo à medida que investidores institucionais chegam e começam a aplicar regras de governança e trazer profissionais para realizar o acompanhamento da startup. Para não prejudicar o desenvolvimento do negócio e novas captações, os investidores precisam aceitar que o seu papel mais ativo inicialmente se tornará naturalmente mais passivo com o crescimento da startup. A StartupCo2 reforça o caráter de mentor que os investidores devem ter, ao invés de exercer um perfil executivo na startup. Os investidores devem confiar nos empreendedores e dar liberdade para gerirem o seu desenvolvimento. Os empreendedores devem ter autonomia para definir os objetivos e traçar os caminhos para alcançá-los. Se houver intervenção demais dos investidores, os fundadores podem se cansar do negócio, resultando em um cenário prejudicial para todos envolvidos. Para o empreendedor, mais pressão não irá resolver os desafios da startup, mas conhecimento da indústria, conhecimentos específicos, rede de relacionamento, podem auxiliar

significativamente: “Eu tenho anjo que é advogado, tenho anjo que é de marketing digital e tenho anjo desenvolvedor de software, então isso ajudou muito” (Empreendedor StartupCo2).

Outra importante crítica realizada tanto por fundos de investimento quanto por startups é que falta aos investidores conhecimento sobre a indústria de investimento e sobre o ciclo de desenvolvimento das startups. As startups são empresas nascentes e de alto risco, cujo principal ativo é seu capital intelectual e que precisam validar hipóteses sobre seu modelo de negócio, agindo de forma ágil para ajustar seu produto e modelo de negócio (BERGER; UDELL, 1998; BLANK, 2013). Durante esse estágio de validação e ganho de escala é natural que as startups apresentem instabilidade de fluxo de caixa e margem negativas (OECD, 2004). No entanto, muitos investidores iniciantes e oriundos de mercados mais tradicionais podem não entender a dinâmica do mercado. Para o FundoA, é importante que os investidores entendam a realidade do funcionamento dos fundos de capital semente, fundos séries A e B, assim ao formatar seu negócio e contrato, ele já terá em mente a necessidade de todos os investidores que poderão seguir o investimento dele no futuro. A StartupB2, StartupB3 e StartupD1 endossam essa crítica sobre a falta de entendimento sobre o funcionamento das startups e das necessidades iniciais de desenvolvimento. A StartupB2 comenta: “A gente tinha um investidor anjo que mês a mês a gente mandava relatório e ele questionava quando a empresa daria lucro. Isso que o fundo já estava dentro, ou seja, a gente estava com dois a três milhões no caixa e ele querendo lucro”. A StartupB3 reforça esse aspecto neste trecho:

Muitos investidores anjo não tem conhecimento sobre o mundo das startups, então as vezes ele ganhou muito dinheiro como diretor de uma grande empresa, ganhou muito dinheiro trabalhando com um negócio menos disruptivo e ai ele tende a achar que o mundo dos negócios funciona de uma maneira linear (Empreendedor StartupB3).

Sobre isso, o empreendedor ainda comenta: “como o investidor não entende muito como funciona o mercado de startup, acaba que ele tenta induzir os fundadores a trabalhar como ele trabalharia e isso impede a empresa de crescer “. Em outro momento cita: “Eu já vi investidor anjo cobrar lucro de startup no primeiro ano operacional, um negócio que não faz muito sentido”. A StartupD1 expõe que escuta queixas de outros empreendedores sobre a busca de resultados de curto prazo dos investidores, o que pode acabar comprometendo decisões importantes para o longo prazo na busca por um resultado rápido insustentável. Caso a empresa inicie um trabalho mais ativo de venda, com uma solução ainda sem aderência ao mercado, a startup até pode conseguir um alto crescimento, mas não será sustentável.

Muitas vezes para atender a demanda do investidor, você compromete decisões de longo prazo. Não existe startup que é criada para ser vendida. Ser vendido é uma consequência de um sucesso, mas a estratégia precisa ser de longo prazo. Precisa pensar na perenidade, preparar para uma maratona. Precisa ter um perfil de cliente ideal muito bem definido. Você ter todos processos internos de geração de leads qualificados, um time de SDR, um time comercial, um time de sucesso do cliente, um roadmap bem desenhado (Empreendedor StartupD1).

Outra opinião da StartupD1 é que os investidores devem ter uma tolerância maior aos erros dos empreendedores, já que o empreendedor precisa testar, precisa coletar e interpretar dados e tomar decisões de aprimoramento baseadas neles. Isso faz com que o empreendedor erre mais do que acerte, e os investidores que não são atuantes no mercado, precisam adquirir essa consciência e tolerância relativa para erros.

Quadro 16 – Recomendações para os Investidores Iniciais

Sugestão	Descrição
Diluição	Os investidores iniciais devem se preocupar em não tomar participação muito expressiva da startup, sob risco de inviabilizar novas rodadas de investimento.
Flexibilidade	Fundos sugerem que os investidores sejam flexíveis na renegociação de alguns termos contratuais de seu investimento. Caso haja regras e direitos em excesso nos contratos, isso pode afastar novos potenciais investidores.
Papel	Os primeiro investidores devem aceitar que seu papel mais ativo inicialmente se tornará mais passivo com o crescimento da startup e entrada de novos investidores.
Conhecimento do ciclo	Investidores devem buscar entender melhor o funcionamento do mercado de investimentos e ciclo de crescimento das startups. É normal que startups invistam mais do que geram de caixa, resultando na busca por rodadas sequenciais de investimento.

Fonte: Elaborado pelo autor

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As startups demandam de recursos financeiros para se desenvolver, mas os elevados riscos que elas enfrentam e a assimetria de informação limitam as fontes de capital as quais elas podem recorrer (GOMPERS; LERNER, 2004). Neste contexto, os investidores de *venture capital* surgem para suprir essa lacuna de financiamento para as startups (DROVER *et al.*, 2017; DUTTA; FOLTA, 2016). Normalmente, ao longo do ciclo de investimento, a startup recebe capital de modalidades distintas de investidores, iniciando com o capital semente provido por investidores anjo, aceleradoras, corporações ou plataformas de *crowdfunding* e posteriormente captando recursos junto a investidores profissionais como os fundos de investimento de *venture capital* e *private equity*. No entanto, os diferentes objetivos e papéis que os investidores desempenham, podem levar a situações de conflitos entre eles, bem como complementaridade no auxílio ao desenvolvimento da startup (BONNET; WIRTZ, 2011; COLOMBO; SHAFI, 2016; DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; HARRISON; MASON, 2000; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015; HELLMANN; THIELE, 2015; MÖDL, 2018).

Considerando essa possibilidade de coinvestimento entre distintos investidores em uma mesma startup, o presente estudo buscou analisar de que forma a existência prévia de diferentes fontes de investimento pode influenciar a decisão de investir em startups quando os fundos de investimento analisam oportunidades. Para isso, foi realizado um estudo exploratório de natureza qualitativa, inicialmente através de análise bibliográfica e documental e posteriormente conduziu-se um estudo de múltiplos casos. Um total de 16 entrevistas foram conduzidas, sendo quatro com profissionais gestores de fundos de investimento, sete com empreendedores fundadores de startups investidas por estes fundos, duas com empresas que realizaram captação via plataforma de *crowdfunding* e três com especialistas jurídicos especializados em direito societário para startups.

Para atender os objetivos da presente pesquisa, o estudo foi conduzido em duas etapas: levantamento de dados secundários, e primários. Em relação ao primeiro objetivo específico foram coletados dados para possibilitar uma caracterização do ecossistema de investidores em startups no Brasil. Nesta análise pôde-se observar um rápido crescimento do mercado de capital de risco nacional entre os anos de 2010 e 2020, mesmo em períodos de crise econômica como os anos de 2015 e 2016. Também se constata a rápida adoção e difusão de soluções financeiras criadas nos países industrializados, em especial posterior a 2005, com a

expansão das aceleradoras de startups e plataformas de *crowdfunding* (COCATE; JUNIOR, 2012; ABREU; CAMPOS, 2016). O capital comprometido pelos fundos de investimento saltou de R\$ 63,5 bilhões em 2011 para aproximadamente R\$ 170 bilhões em 2018 (KPMG; ABVCAP, 2019). Em relação ao investimento anjo, o montante investido saltou de R\$ 450 milhões em 2010/2011 para R\$ 979 milhões em 2018 (ANJOS DO BRASIL, 2019). As aceleradoras se difundiram por todo país ao longo de dez anos, chegando a 40 no ano de 2016 (ABREU; CAMPOS, 2016). As captações via plataforma de *crowdfunding* também cresceram aceleradamente depois da regulamentação de 2017, chegando a superar R\$ 46 milhões investidos em 2018 e número de investidores crescendo de 1.099 para 8.966 entre 2016 e 2018. (CVM, 2019).

O segundo objetivo específico corresponde à identificação das principais motivações que levam as startups a buscarem investimento junto aos fundos. Ao longo das entrevistas, pode-se identificar que a necessidade de capital suficiente para viabilizar a expansão e desenvolvimento das startups era a principal motivação da busca pelos fundos, já que os outros investidores normalmente não viabilizam aportes em valores de mesmo monte. Além disso, também foi ressaltada a possibilidade de receber aporte de *follow-on* do mesmo fundo, e o ganho de atratividade que a startup ganharia para viabilizar rodadas futuras com outros investidores. Em relação à escolha do fundo, os empreendedores levam em consideração a opinião de outras startups investidas pelo mesmo fundo, a indicação de aceleradoras e mentores, a experiência dos gestores do fundo no modelo de negócios da startup, a proximidade física com o fundo, e o enquadramento da startup com a tese de investimento proposta pelo fundo.

O terceiro objetivo específico consiste na identificação dos aspectos que influenciam na análise dos gestores ao avaliarem oportunidades de investimento. Sobre esse aspecto, constata-se que os investidores profissionais do Brasil tendem a utilizar critérios de avaliação tradicionais utilizados pela indústria de venture capital mundialmente. A primeira etapa de análise é mais objetiva e visa entender se a startup interessada se enquadra nos critérios estabelecidos na tese de investimento. A tese define, entre outros aspectos, quais setores podem ser investidos, qual o porte permitido das startups, qual limitação geográfica dos investimentos, e modelo de negócios de interesse. Se as startups passam por esse filtro objetivo inicial, elas seguem para uma análise mais subjetiva que vai avaliar o perfil dos empreendedores, o potencial de mercado e escalabilidade, o *product market fit*, a tecnologia aplicada na solução e diferencial competitivo, os indicadores, e o potencial de liquidez desse

investimento. Todos estes critérios alinhados com os achados da literatura internacional (PETTY; GRUBER, 2011; TYEBJEE; BRUNO, 1984). Apesar de não citarem explicitamente quando questionados sobre os critérios de avaliação, o nível de diluição dos empreendedores também se mostrou muito relevante para essa análise.

O quarto objetivo visava analisar comparativamente a percepção de fundos e empreendedores quanto à existência de múltiplas modalidades de investidores no *cap table* da startup. A partir da análise das entrevistas com fundos, empreendedores e especialistas, foi possível identificar quatro fatores de impacto que afetam a avaliação dos fundos de investimento ao analisarem novas oportunidades de investimento para composição do seu portfólio. Dois fatores com impacto positivo foram os efeitos de sinalização e de relacionamento que os outros investidores possibilitam. Com efeito negativo ressalta-se o papel da diluição excessiva dos empreendedores e do desequilíbrio dos direitos contratuais em favor dos primeiros investidores. Na sequência, foram apresentadas as particularidades nas relações de coinvestimento com cada uma das modalidades. O efeito da presença de investidores anjo é dependente de sua experiência e reputação, enquanto as aceleradoras parecem mais preparadas para auxiliar os empreendedores na captação de novas rodadas de investimento. A presença de investidores corporativos impacta negativamente na avaliação dos fundos no Brasil por restringir as alternativas de liquidez. De forma semelhante, as startups que captaram via plataformas também enfrentam mais dificuldades na captação com fundos, já que alguns deles acreditam que haja problemas de governança (COLOMBO; SHAFI, 2016), *valuation* (DE VASCONCELOS, 2015) e de seleção adversa (MÖDL, 2018). No Brasil, os fundos, as grandes empresas e as plataformas de investimento parecem ser caminhos separados de investimento, agindo mais como substitutos do que complementos. Conclusão similar ao estudo internacional de Hellmann, Schure e Vo (2015) na comparação entre fundos e investidores anjo.

Por fim, o quinto objetivo específico almejava propor sugestões que possam ser adotadas por empreendedores e por investidores em negociações de investimento. As sugestões para as startups foram categorizadas nas dimensões: (i) gestão organizada - os empreendedores devem manter as gestões financeira, contábil, societária, jurídica, tributária e trabalhista organizadas a todo momento; (ii) jurídico - as startups devem buscar assessoria especializada em direito societário durante as negociações com investidores; (iii) informação - os empreendedores devem entender bem o funcionamento do mercado de investimento e o perfil dos investidores; (iv) *smart money* - as startups devem buscar investidores que

agreguem experiência e novos conhecimentos ao negócio; e (v) *bootstrapping* - crescer com a geração interna de recursos enquanto for possível. Já as contribuições para os investidores foram segregadas nas categorias: (i) diluição – investidores iniciais devem se preocupar em não tomar participação muito expressiva da startup; (ii) flexibilidade – investidores devem ser flexíveis na renegociação de alguns termos contratuais de seu investimento ao negociarem novos aportes; (iii) papel – os investidores devem aceitar que seu papel mais ativo inicialmente se tornará mais passivo com o crescimento da startup; e (iv) conhecimento do ciclo - investidores devem buscar entender melhor o funcionamento do mercado de investimentos e ciclo de crescimento das startups.

5.1 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E PRÁTICAS

Este estudo contribuiu para a literatura acerca da atuação do *venture capital* e *private equity* no Brasil ao atualizar e consolidar informações sobre o desenvolvimento e atuação das diversas modalidades de investidores de capital semente ao longo dos últimos anos. Os estudos até então existentes concentravam-se em trazer dados e informações dos tipos de investidores de forma isolada (ABREU; CAMPOS, 2016; ANJOS DO BRASIL, 2019; COCATE; JUNIOR, 2012; CVM, 2019; KPMG; ABVCAP, 2019; SEBRAE; ANPROTEC, 2018). Outra contribuição teórica foi a corroboração de que o processo de investimento e os critérios de análise utilizados pelos fundos de investimento no Brasil estão alinhados com as práticas internacionais identificadas em estudos anteriores (DE CLERCQ et al., 2006; FRIED; HIRSICH, 1994; PETTY; GRUBER, 2011; TYEBJEE; BRUNO, 1984). No entanto, a principal contribuição para a literatura se deu na ampliação do conhecimento existente sobre coinvestimento entre distintas modalidades de investidores (BONNET; WIRTZ, 2011; COLOMBO; SHAFI, 2016; DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; HARRISON; MASON, 2000; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015; HELLMANN; THIELE, 2015; MÖDL, 2018). Este trabalho reduz lacunas existentes ao estudar os investimentos realizados sequencialmente quando envolvem tipos distintos de investidores. Em especial, foi o primeiro estudo a avaliar a influência dos quatro tipos de investidores (anjos, aceleradoras, grandes empresas e plataformas de crowdfunding) sobre o processo decisório dos fundos de investimento. Além dos efeitos de sinalização, relacionamento e governança já citados pela literatura (HARRISON; MASON, 2000; HELLMANN; SCHURE; VO, 2015; HELLMANN; THIELE, 2015; DROVER; WOOD; ZACHARAKIS, 2017; MÖDL, 2018), o estudo aborda

dois novos fatores que impactam a avaliação dos fundos de investimento no mercado brasileiro: a diluição excessiva dos empreendedores fundadores e o excesso de direitos em favor dos primeiros investidores. Além disso, pode-se observar que diferentemente do estudo de Hellmann, Schure e Vo (2015), cuja conclusão indica que investidores anjo e fundos de investimento são caminhos paralelos de investimento, este trabalho demonstrou que, no Brasil, investidores anjo e fundos são complementares. Já as iniciativas de *corporate venturing* e as plataformas de *crowdfunding* tendem a apresentar a característica de caminho paralelo, já que acabam prejudicando a captação posterior com os fundos de investimento. Esta pesquisa ainda complementa os estudos de Colombo e Shafi (2016) e Mödl (2018), ao analisar os efeitos das plataformas de *crowdfunding* sobre avaliação dos fundos. Além de confirmar os aspectos de governança e seleção adversa previamente identificados pelos autores, este estudo introduz o efeito negativo oriundo da atribuição excessiva de valor às startups que captam recursos através de plataformas.

Do ponto de vista prático, o estudo contribui para os empreendedores ao auxiliar na identificação de aspectos importantes que devem ser levados em consideração quando buscam investimento no início de seu ciclo de desenvolvimento. Em especial, as startups precisam entender que os primeiros investidores podem atuar de forma a facilitar ou atrapalhar a captação de novas rodadas de investimento. Esse resultado depende de aspectos comportamentais dos investidores, da diluição imposta aos empreendedores, da rigidez contratual exigida e de características específicas de cada modalidade de investimento.

Para os investidores que atuam com capital semente, o estudo buscou esclarecer o ciclo de desenvolvimento e de necessidade de capital das startups, e abordar a alteração do papel dos investidores a medida que a startup se desenvolve e recebe novas rodadas de investimento. A adoção de boas práticas de mercado em relação à diluição e aos aspectos contratuais, aliado ao entendimento das expectativas dos fundos de investimento por parte dos investidores, aumenta a probabilidade de que as startups investidas possam trilhar todo o caminho de investimento.

Para os gestores públicos, o estudo é útil para identificar lacunas de informação no mercado de capital semente nacional. Ao melhorarmos nosso entendimento sobre como se relacionam os diversos tipos de investidores entre eles e com as startups, temos melhores condições de desenvolver programas educacionais voltados aos novos investidores e para os empreendedores interessados em captar sua primeira rodada de investimento.

5.2 LIMITAÇÕES E ESTUDOS FUTUROS

O estudo realizado apresentou algumas limitações. A primeira delas decorre da ausência de startup investida pelo FundoC e somente uma startup investida pelo FundoD. Para melhorar a taxa de participação das startups, talvez seja necessária a introdução por parte de alguma pessoa mais próxima aos empreendedores.

Uma segunda limitação do estudo se dá em relação aos critérios de seleção das startups, já que um aspecto determinante foi o critério da startup já ter recebido o investimento por parte dos fundos. Assim, não temos a perspectiva de outras startups que passaram pelo processo de análise dos fundos, mas não foram aprovadas. Talvez esse segundo conjunto de startups possa fornecer percepções diferentes para um novo estudo sobre o tema.

Por fim, os resultados deste estudo não podem ser generalizados para todas startups e todos os investidores. Apesar de haver uma coleta razoável de informações com diversos fundos, startups e especialistas, as conclusões poderiam ser diferentes se a pesquisa fosse aplicada em outro contexto. Variações podem ocorrer em decorrência do nível de maturidade de cada ecossistema, de particularidades de determinadas regiões ou indústrias, e de diferenças na regulamentação e cultura.

Com base no presente estudo, há algumas direções para pesquisas futuras que podem ser seguidas para expandir o conhecimento sobre o tema. Inicialmente sugere-se que o instrumento de pesquisa possa ser replicado com outros grupos dentro do país e também com fundos de investimento e startups de outros países. A realização de uma pesquisa semelhante em outros ecossistemas pode resultar em conclusões distintas de acordo com o nível de conhecimento dos atores e maturidade da indústria de *venture capital* daquele contexto.

Em segundo lugar, é preciso reconhecer que o relacionamento entre investidores distintos é complexo e que o histórico, cultura, conhecimento e experiência deles impactam na forma como se relacionam com as startups e com outros potenciais investidores. Novas pesquisas podem ser realizadas buscando compreender de que forma o contexto dos investidores influencia na forma como ele se relaciona com os demais participantes da indústria.

Uma terceira linha de pesquisa poderia partir das proposições realizadas neste estudo, avaliando de forma quantitativa o impacto de cada variável identificada no potencial de captação de novas rodadas de investimento das startups. Novos estudos poderiam testar se o

tipo dos investidores que realizaram aporte de capital semente prejudica ou auxilia nas captações futuras junto aos investidores profissionais.

REFERÊNCIAS

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos – Brasília, 2011.

ABDI – Associação Brasileira de Desenvolvimento da Indústria. **Estudo de Experiências Nacionais e Internacionais de Fomento à Inovação Aberta**. Brasília: ABDI, 2018. Disponível em: http://inteligencia.abdi.com.br/wp-content/uploads/2017/08/2018-08-27_ABDI_relatorio_4-2_estudo-de-experiencias-nacionais-e-internacionais-de-fomento-a-inovacao-aberta_WEB.pdf. Acesso em: 18 fev. 2019.

ABREU, Paulo R.M.; CAMPOS, Newton M. **O panorama das aceleradoras de startups no Brasil**. Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (GVcepe), 2016.

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. Serviço de lavanderia por assinatura aposta em escala de modelo de negócio. **ABVCAP**, 7 out. de 2015. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-imprensa.aspx?c=pt-BR&id=3223>. Acesso em: 1 mar. 2020.

AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. **The geography of crowdfunding**. National Bureau of Economic Research, 2011.

AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Some simple economics of crowdfunding. **Innovation Policy and the Economy**, v. 14, n. 1, p. 63-97, 2014.

ALVARENGA, Darlan; SILVEIRA, Daniel. PIB do Brasil cresce 1,1% em 2018 e ainda está no patamar de 2012. **G1**, 28 fev. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/02/28/pib-do-brasil-cresce-1-1-em-2018.ghtml>. Acesso em: 29 fev. 2020

ALVAREZ-GARRIDO, Elisa; DUSHNITSKY, Gary. Are entrepreneurial venture's innovation rates sensitive to investor complementary assets? Comparing biotech ventures backed by corporate and independent VCs. **Strategic Management Journal**, v. 37, n. 5, p. 819-834, 2016.

ANJOS DO BRASIL. **O crescimento do investimento anjo. Pesquisa 2019 ano base 2018**. Disponível em: http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/evolu%C3%A7%C3%A3o_do_investimento_anjo_no_brasil_-_resultados_da_pesquisa_2019_ano_base_2018_-_anhos_do_brasil.pdf. Acesso em: 02 set. 2019

ANPROTEC – Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores. **Mapeamento dos mecanismos de geração de empreendimentos inovadores no Brasil**. Brasília: Anprotec, 2019. Disponível em: <https://informativo.anprotec.org.br/mapeamento-dos-mecanismos-de-geracao-de-empreendimentos-inovadores>. Acesso em: 02 set. 2019

APEX-BRASIL – Agência Brasileira de Promoções de Exportações e Investimentos. **A country perspective of angel investment: Brazil – policies & practices 2017**. Brasília: Apex-Brasil, 2018. Disponível em: http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/angel_investment_in_brazil_-_anhos_do_brasil_-_apex.pdf. Acesso em: 16 jun. 2019

ARROW, Kenneth. J. The economics of agency. In PRATT, J. W.; ZECKHAUSER, R. J. (Eds.). **Principals and agents: The structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37-51.

ARTHURS, Jonathan D. et al. Managerial agents watching other agents: Multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 2, p. 277-294, 2008.

AUDRETSCH, David B.; KEILBACH, Max C.; LEHMANN, Erik E. **Entrepreneurship and economic growth**. Oxford University Press, 2006.

BACEN – Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/>. Acesso em: 29 fev. 2020.

BACCARINI, Marcelo. Smart Money une investimento e mentoria para empreendedores. **G1**, 18 jun. 2017. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/pme/pequenas-empresas-grandes-negocios/noticia/2017/06/smart-money-une-investimento-e-mentoria-para-empresendedores.html>. Acesso em: 05 mar. 2020

BARBOSA, Marystela. Não é mais uma aceleradora: ACE anuncia novo posicionamento e fundo de R\$ 100 milhões. **Startupi**, 25 jun. 2019. Disponível em: <https://startupi.com.br/2019/06/nao-e-mais-uma-aceleradora-ace-anuncia-novo-posicionamento-e-fundo-de-r100-milhoes/>. Acesso em: 01 mar. 2020.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.

BARNEY, Jay B.; HESTERLY, W. Economia das organizações: entendendo a relação entre organizações e a análise econômica. In: CLEGG, S.; HARDY, C; NORD, D. (Orgs.) **Handbook de estudos organizacionais**. São Paulo: Atlas, 2004. v.3, p.131-179.

BARTLETT III, Robert P. Understanding price-based antidilution protection: Five principles to apply when negotiating a down-round financing. **The Business Lawyer**, v. 59, p. 23, 2003.

BATISTOTI, Vitória. Empreendedora Cria Plataforma de Crowdfunding e Arrecada R\$ 57 milhões em Campanhas. **Pequenas Empresas & Grandes Negócios**, 14 set. de 2017. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Mulheres-empresendedoras/noticia/2017/09/empreendedora-cria-plataforma-de-crowdfunding-e-arrecada-r-57-milhoes-em-campanhas.html>. Acesso em: 22 jun. 2019.

BAUM, Joel AC; SILVERMAN, Brian S. Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. **Journal of Business Venturing**, v. 19, n. 3, p. 411-436, 2004.

BEAUHURST. **The deal: Equity Investments in the UK 2018**. Londres: Beaurust, 2018.

BENGTSSON, Ola; SENSOY, Berk A. Investor abilities and financial contracting: Evidence from venture capital. **Journal of Financial Intermediation**, v. 20, n. 4, p. 477-502, 2011.

BERGER, Allen N.; UDELL, Gregory F. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal of Banking & Finance**, v. 22, n. 6-8, p. 613-673, 1998.

BERNSTEIN, Shai et al. Private equity and industry performance. **Management Science**, v. 63, n. 4, p. 1198-1213, 2017.

BLANK, Steve. Why the lean start-up changes everything. **Harvard Business Review**, v. 91, n. 5, p. 63-72, 2013.

BLOCK, Joern H. et al. New players in entrepreneurial finance and why they are there. **Small Business Economics**, v. 50, n. 2, p. 239-250, 2018.

BONNET, Christophe; WIRTZ, Peter. Investor type, cognitive governance and performance in young entrepreneurial ventures: A conceptual framework. **Advances in Behavioral Finance & Economics: The Journal of the Academy of Behavioral**, v. 1, n. 1, p. 42-62, 2011.

BONNET, Christophe; WIRTZ, Peter. Raising capital for rapid growth in young technology ventures: when business angels and venture capitalists coinvest. **Venture Capital**, v. 14, n. 2-3, p. 91-110, 2012.

BONNET, Christophe; WIRTZ, Peter; HAON, Christophe. Liftoff: when strong growth is predicted by angels and fuelled by professional venture funds. **Revue de l'Entrepreneuriat**, v. 12, n. 4, p. 59-78, 2013.

BRUTON, Garry D. et al. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 5, p. 491-509, 2010.

BRUTON, Garry et al. New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 39, n. 1, p. 9-26, 2015.

BURCHARDT, Jens et al. Venture capital contracting in theory and practice: implications for entrepreneurship research. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 40, n. 1, p. 25-48, 2016.

BYGRAVE, William D.; TIMMONS, Jeffrey. **Venture capital at the crossroads**. Boston: Harvard Business School Press, 1992.

CAMP, Justin J. **Venture capital due diligence: A guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns**. John Wiley & Sons, 2002.

CAPELAS, Bruno. Aceleradoras mudam de perfil e se unem a corporações para programas. **Estadão**, 4 set. 2019. Disponível em: <https://link.estadao.com.br/noticias/inovacao,aceleradoras-mudam-de-perfil-e-se-unem-a-corporacoes-para-programas,70002995400>. Acesso em: 1 mar. de 2020.

CARDULLO, Mario W. **Technological entrepreneurship: enterprise formation, financing and growth**. Research Studies Press, 1999.

CARVALHO, Antônio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: 1º censo brasileiro**. 2005. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13444/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 19 abr. 2019.

CATARSE. Disponível em: <https://ano.catarse.me/2018#numeros>. Acesso em: 22 de jun. 2019.

CERTO, S. Trevis. Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 432-446, 2003.

CHEMLA, Gilles; HABIB, Michel A.; LJUNGQVIST, Alexander. An analysis of shareholder agreements. **Journal of the European Economic Association**, v. 5, n. 1, p. 93-121, 2007.

- CHEMMANUR, Thomas J.; KRISHNAN, Karthik; NANDY, Debarshi K. How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 12, p. 4037-4090, 2011.
- CHEMMANUR, Thomas J.; CHEN, Zhaohui. Venture capitalists versus angels: The dynamics of private firm financing contracts. **The Review of Corporate Finance Studies**, v. 3, n. 1-2, p. 39-86, 2014.
- CHEMMANUR, Thomas J.; LOUTSKINA, Elena; TIAN, Xuan. Corporate venture capital, value creation, and innovation. **The Review of Financial Studies**, v. 27, n. 8, p. 2434-2473, 2014.
- CHEN, James. Valuation Definition. **Investopedia**, 18 abr. 2019. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/v/valuation.asp>. Acesso em: 03 mar. 2020.
- CHESBROUGH, Henry W. Making sense of corporate venture capital. **Harvard Business Review**, v. 80, n. 3, p. 90-99, 2002.
- CHESBROUGH, Henry William. **Open innovation: The new imperative for creating and profiting from technology**. Harvard Business Press, 2003.
- COCATE, Flávia M.; JÚNIOR, Carlos P.. Crowdfunding: estudo sobre o fenômeno virtual. **LÍBERO**. n. 29, p. 135-144, 2016.
- COELHO, Giulliano T.; CAMARGO, Henrique C.; RIGÃO, Romulo de O. Contrato de investimento em Startup pela ótica da teoria da agência: análise de cláusulas e a relação com os conflitos de agência. **Revista dos Tribunais**, v. 976, p. 221-239, 2017.
- COHEN, Susan; HOCHBERG, Yael V. **Accelerating startups: The seed accelerator phenomenon**. 2014.
- COHEN, Susan et al. The design of startup accelerators. **Research Policy**, v. 48, n. 7, p. 1781-1797, 2019.
- COLOMBO, Massimo G.; FRANZONI, Chiara; ROSSI-LAMASTRA, Cristina. Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 39, n. 1, p. 75-100, 2015.
- COLOMBO, Massimo. G.; SHAFI, Kouros. Does crowdfunding help firms obtain venture capital and angel finance. In: **ENTFIN Conference, Lyon, July**. 2016.
- CONNELLY, Brian L. et al. Signaling theory: A review and assessment. **Journal of Management**, v. 37, n. 1, p. 39-67, 2011.
- COVENEY, Patrick; MOORE, Karl. **Business angels: Securing start up finance**. Wiley, 1998.
- COWLING, Marc; LIU, Weixi; LEDGER, Andrew. Small business financing in the UK before and during the current financial crisis. **International Small Business Journal**, v. 30, n. 7, p. 778-800, 2012.
- CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G. Venture-capital exits in Canada and the United States. **U. Toronto LJ**, v. 53, p. 101, 2003.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N°555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 10 jan. 2020.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Edital de audiência pública SDM N° 06/2016**. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html. Acesso em: 22 jun. 2019.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N° 588, de 13 de julho de 2017**. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 22 jun. 2019.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Crowdfunding de Investimento. Evolução do Mercado**. Rio de Janeiro: CVM, 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190429_crowdfunding_evolucao_do_mercado.pdf. Acesso em: 22 jun. 2019.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Regime informacional e ofertas públicas estão na agenda regulatória CVM 2020. CVM, 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2020/20200106-1.html>. Acesso em: 1 de mar. de 2020.

D'AMBROSIO, Mario; GIANFRATE, Gianfranco. Crowdfunding and Venture Capital: Substitutes or Complements? **The Journal of Private Equity**, v. 20, n. 1, p. 7, 2016.

DA SILVA FLÔR, Clarissa et al. As aceleradoras brasileiras: Levantamento para identificação do foco, atuação e distribuição territorial. **Revista Livre de Sustentabilidade e Empreendedorismo**, v. 3, n. 2, p. 77-96, 2018.

DALMAZO, Luiza. Startups brasileiras agora miram os “sem banco”. **Estadão**, 6 de jun. de 2018. Disponível em: <https://link.estadao.com.br/noticias/inovacao,startups-miram-brasileiros-que-nao-tem-acesso-ao-sistema-bancario,70002339265>. Acesso em: 29 fev. 2020.

DAVILA, Antonio; FOSTER, George; GUPTA, Mahendra. Venture capital financing and the growth of startup firms. **Journal of Business Venturing**, v. 18, n. 6, p. 689-708, 2003.

DE CLERCQ, Dirk. et al. An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. **Academy of Management Perspectives**, v. 20, n. 3, p. 90-112, 2006.

DE LIMA E SILVA, Lucas C. Inovação, capital e seed capital: **Quem são os investidores anjos de acordo com o mercado e com a lei complementar nº 155**. Prêmio CFA Society Brazil de Inovação Financeira. Concurso de Monografias – Edição 2017. São Paulo: CFA Society, 2017.

DE VASCONCELOS, Goncalo. Valuation In Crowdfunding: Are We All Barking Mad? **Forbes**, 27 mai. 2015. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/goncalodevasconcelos/2015/05/27/valuations-in-crowdfunding-are-we-all-barking-mad/#5f38a8ba5424>. Acesso em: 27 jan. 2020.

DOUGLAS, Evan J.; CARLSSON-WALL, Martin; HJELSTRÖM, Tomas. Negotiating equity share and management control of the entrepreneurial new venture. **Venture Capital**, v. 16, n. 4, p. 287-307, 2014.

DROVER, Will et al. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. **Journal of Management**, v. 43, n. 6, p. 1820-1853, 2017.

DROVER, Will; WOOD, Matthew S.; ZACHARAKIS, Andrew. Attributes of angel and crowdfunded investments as determinants of VC screening decisions. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 41, n. 3, p. 323-347, 2017.

DUSHNITSKY, Gary. **Corporate venture capital: Past evidence and future directions**. Oxford University Press: Oxford, UK, 2006.

DUSHNITSKY, Gary; LENOX, Michael J. When do incumbents learn from entrepreneurial ventures?: Corporate venture capital and investing firm innovation rates. **Research Policy**, v. 34, n. 5, p. 615-639, 2005.

DUSHNITSKY, Gary; LENOX, Michael J. When does corporate venture capital investment create firm value?. **Journal of Business Venturing**, v. 21, n. 6, p. 753-772, 2006.

DUSHNITSKY, Gary; SHAVER, J. Myles. Limitations to interorganizational knowledge acquisition: The paradox of corporate venture capital. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 10, p. 1045-1064, 2009.

DUTTA, Supradeep; FOLTA, Timothy B. A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation. **Journal of Business Venturing**, v. 31, n. 1, p. 39-54, 2016.

EHRENHARD, Michel. et al. Unlocking how start-ups create business value with mobile applications: Development of an App-enabled Business Innovation Cycle. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 115, p. 26-36, 2017.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989a.

EISENHARDT, Kathleen M. Building theories from case study research. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 532-550, 1989b.

ELITZUR, Ramy; GAVIOUS, Arieh. Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, 'angels,' and venture capitalists. **Journal of Business Venturing**, v. 18, n. 6, p. 709-725, 2003.

EQSEED. Página inicial. Disponível em: <https://eqseed.com/>. Acesso em: 22 jun. 2019.

FAIRCHILD, Richard. An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 3, p. 359-374, 2011.

FELD, Brad; MENDELSON, Jason. **Venture deals: Be smarter than your lawyer and venture capitalist**. Hoboken, N.J: Wiley, 2013.

FERRARY, Michel; GRANOVETTER, Mark. The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network. **Economy and Society**, v. 38, n. 2, p. 326-359, 2009.

FERRAZ, Max Benjaino. **O setor público e o venture capital: um estudo de caso do Criatec**. Tese. 2013. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos. Investimento Indireto, 2020. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/apoio-e-financiamento-externa/programas-e-linhas/investimento-indireto>. Acesso em: 2 mar. 2020

FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: UEC, 2002. Apostila.

- FORLANI, David; MULLINS, John W. Perceived risks and choices in entrepreneurs' new venture decisions. **Journal of business Venturing**, v. 15, n. 4, p. 305-322, 2000.
- FREEAR, John; SOHL, Jeffrey E.; WETZEL JR, William E. Angels: personal investors in the venture capital market. **Entrepreneurship & Regional Development**, v. 7, n. 1, p. 85-94, 1995.
- FRIED, Vance H.; HISRICH, Robert D. Toward a model of venture capital investment decision making. **Financial Management**, p. 28-37, 1994.
- FUNDOA. Website, 2019. Acesso em: 25 set. 2019.
- FUNDOB. Website, 2019. Acesso em: 25 set. 2019.
- FUNDOC. Website, 2019. Acesso em: 25 set. 2019.
- FUNDOD. Website, 2019. Acesso em: 25 set. 2019.
- GERBER, Elizabeth M.; HUI, Julie S.; KUO, Pei-Yi. Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In: **Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics**. Northwestern University Evanston, IL, 2012. p. 10.
- GERHARDT, Tatiana E.; SILVEIRA, Denise T. **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.
- GIL, Samuel. How to assign stock options in early stage startups. **Medium**, 17 de mar. de 2017. Disponível em: <https://medium.com/jme-venture-capital/how-to-assign-stock-options-in-early-stage-startups-c5dea4a8d2c7>. Acesso em: 3 de mar. de 2020.
- GOLDFARB, Brent D. et al. Are angels different? An analysis of early venture financing. **An Analysis of Early Venture Financing (November 4, 2013)**. Robert H. Smith School Research Paper No. RHS, p. 06-072, 2013.
- GOMPERS, Paul A. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1461-1489, 1995.
- GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. The venture capital revolution. **Journal of economic perspectives**, v. 15, n. 2, p. 145-168, 2001.
- GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. **The venture capital cycle**. MIT press, 2004.
- GOMPERS, Paul A.; WANG, Sophie Q. Diversity in innovation. **National Bureau of Economic Research**, 2017.
- GORMAN, Michael; SAHLMAN, William A. What do venture capitalists do?. **Journal of Business Venturing**, v. 4, n. 4, p. 231-248, 1989.
- GUST. **Global Accelerator Report 2016**. Nova Iorque, 2016. Disponível em http://gust.com/accelerator_reports/2016/global/. Acesso em: 20 set. 2018.
- GUZMAN, Jorge; KACPERCZYK, Aleksandra O. Gender gap in entrepreneurship. **Research Policy**, v. 48, n. 7, p. 1666-1680, 2019.
- HALL, Bronwyn H.; LERNER, Josh. The financing of R&D and innovation. In: **Handbook of the Economics of Innovation**. North-Holland, 2010. p. 609-639.
- HALLEN, Benjamin L.; COHEN, Susan; BINGHAM, Christopher. **Do accelerators accelerate? If so, how? The impact of intensive learning from others on new venture**

development. 2016. Disponível em: [https:// papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2719810](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2719810). Acesso em: 6 out. 2018.

HALTIWANGER, John; JARMIN, Ron S.; MIRANDA, Javier. Who creates jobs? Small versus large versus young. **Review of Economics and Statistics**, v. 95, n. 2, p. 347-361, 2013.

HARRISON, Richard. T.; MASON, Colin. M. An overview of informal venture capital research. **Venture Capital**, v. 1, p. 95-100, 1999.

HARRISON, Richard T.; MASON, Colin M. Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. **Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance**, v. 2, n. 3, p. 223-242, 2000.

HARRISON, Richard; MASON, Colin; ROBSON, Paul. Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. **Entrepreneurship and Regional Development**, v. 22, n. 2, p. 113-137, 2010.

HELLMANN, Thomas. A theory of strategic venture investing. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 2, p. 285-314, 2002.

HELLMANN, Thomas. IPOs, acquisitions, and the use of convertible securities in venture capital. **Journal of Financial Economics**, v. 81, n. 3, p. 649-679, 2006.

HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. **The Review of Financial Studies**, v. 13, n. 4, p. 959-984, 2000.

HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 169-197, 2002.

HELLMANN, Thomas; SCHURE, Paul; VO, Dan. Angels and Venture Capitalists: Substitutes or Complements? **Saïd Business School WP**, v. 2, 2015.

HELLMANN, Thomas; THIELE, Veikko. Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets. **Journal of Financial Economics**, v. 115, n. 3, p. 639-653, 2015.

HOCHBERG, Yael V. Accelerating entrepreneurs and ecosystems: The seed accelerator model. **Innovation Policy and the Economy**, v. 16, n. 1, p. 25-51, 2016.

HOFER, Charles W.; CHARAN, Ram. The transition to professional management: mission impossible?. **American Journal of Small Business**, v. 9, n. 1, p. 1-11, 1984.

HSU, David H. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1805-1844, 2004.

IBRAHIM, Darian M. The (not so) puzzling behavior of angel investors. **Vanderbilt Law Review.**, v. 61, p. 1405, 2008.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per ER. Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 5, p. 2177-2210, 2004.

KATILA, Riitta; ROSENBERGER, Jeff D.; EISENHARDT, Kathleen M. Swimming with sharks: Technology ventures, defense mechanisms and corporate relationships. **Administrative Science Quarterly**, v. 53, n. 2, p. 295-332, 2008.

KEIL, Thomas; ZAHRA, Shaker A.; MAULA, Markku. Explorative and exploitative learning from corporate venture capital: A model of program level determinants. In: **Academy of Management Proceedings**. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management, 2004. p. L1-L6.

KEIL, Thomas et al. The effect of governance modes and relatedness of external business development activities on innovative performance. **Strategic Management Journal**, v. 29, n. 8, p. 895-907, 2008.

KELLY, Peter; HAY, Michael. Business angel contracts: the influence of context. **Venture Capital**, v. 5, n. 4, p. 287-312, 2003.

KRIA. Página inicial. Disponível em: <https://www.kria.vc/>. Acesso em: 22 jun. 2019.

KOHLER, Thomas. Corporate accelerators: Building bridges between corporations and startups. **Business Horizons**, v. 59, n. 3, p. 347-357, 2016.

KORTUM, Samuel; LERNER, Josh. Assessing the contribution of venture capital to innovation. **RAND Journal of Economics**, v. 31, n. 4, p. 674-692, 2000.

KPMG. **Venture pulse Q4 2018: global analysis of venture funding**. Suíça: KPMG, 2019. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/01/kpmg-venture-pulse-q4-2018.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2019.

KPMG; ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. **Consolidação de dados 2019. Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2019/05/consolidacao-private-equity-2019.html>. Acesso em: 15 jul. 2019.

LEE, Neil; SAMEEN, Hiba; COWLING, Marc. Access to finance for innovative SMEs since the financial crisis. **Research Policy**, v. 44, n. 2, p. 370-380, 2015.

LERNER, Josh. Venture capitalists and the oversight of private firms. **the Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 301-318, 1995.

LUKKARINEN, Anna et al. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. **Decision Support Systems**, v. 87, p. 26-38, 2016.

MACMILLAN, Ian C. et al. **Corporate venture capital (CVC) seeking innovation and strategic growth: Recent patterns in CVC mission, structure, and investment**. National Institute of Standards and Technology, US Department of Commerce, 2008.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 2003.

MASON, Colin. Informal sources of venture finance. In: **The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures**. Berlim: Springer, 2006. p. 259-299.

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. **Entrepreneurship & Regional Development**, v. 8, n. 2, p. 105-126, 1996.

- MASON, Colin; HARRISON, Richard T. Annual report on the business angel market in the United Kingdom: 2008/09. **Department for Business Innovation and Skills 2010**, 2010.
- MAULA, Markku VJ; AUTIO, Erkkö; MURRAY, Gordon C. Corporate venture capital and the balance of risks and rewards for portfolio companies. **Journal of Business Venturing**, v. 24, n. 3, p. 274-286, 2009.
- MEGGINSON, William L.; WEISS, Kathleen A. Venture capitalist certification in initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 3, p. 879-903, 1991.
- MEIRELLES, Jorge L. F.; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy A. do N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão & Produção**, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.
- METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. Venture capital and other private equity: a survey. **European Financial Management**, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.
- MILOUD, Tarek; ASPELUND, Arild; CABROL, Mathieu. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, v. 14, n. 2-3, p. 151-174, 2012.
- MÖDL, Michael. **Is wisdom of the crowd a positive signal? Effects of crowdfunding on subsequent venture capital selection. 2018.** Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 18-15.
- MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 1, p. 1-16, 2014.
- MORDUCH, Jonathan. The microfinance promise. **Journal of economic literature**, v. 37, n. 4, p. 1569-1614, 1999.
- MUNARO, Juliana. Startups entram na mira de investidores estrangeiros e país deve criar novos unicórnios. **G1**, 26 mai. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/pme/pequenas-empresas-grandes-negocios/noticia/2019/05/26/startups-entram-na-mira-de-investidores-estrangeiros-e-pais-deve-criar-novos-unicornios.ghtml>. Acesso em: 1 mar. 2020.
- NVCA - National Venture Capital Association. **Yearbook 2018**. Seattle: PitchBook Data, Inc., 2018.
- OECD – Organisation for Economic Cooperation and Development. Financing innovative SMEs in a global economy. *In: 2nd OECD Conference of Ministers Responsible for Small and Medium Sized Enterprises (SMEs): Promoting Entrepreneurship and Innovative SMEs in a Global Economy*, 2004, Istanbul. Disponível em: <http://www.oecd.org/cfe/smes/31919231.pdf>. Acesso em: 10 out. 2018.
- OECD – Organisation for Economic Cooperation and Development. **Financing high-growth firms: the role of angel investors**. Paris: OECD Publishing, 2011.
- PARADKAR, Amit; KNIGHT, John; HANSEN, Paul. Innovation in start-ups: Ideas filling the void or ideas devoid of resources and capabilities? **Technovation**, v. 41, p. 1-10, 2015.
- PARK, Haemin Dennis; STEENSMA, H. Kevin. When does corporate venture capital add value for new ventures? **Strategic Management Journal**, v. 33, n. 1, p. 1-22, 2012.
- PAUWELS, Charlotte et al. Understanding a new generation incubation model: The accelerator. **Technovation**, v. 50, p. 13-24, 2016.

- PAYNE, G. Tyge; PETRENKO, Oleg V. Agency Theory in Business and Management Research. In: **Oxford Research Encyclopedia of Business and Management**. 2019.
- PETTY, Jeffrey S.; GRUBER, Marc. "In pursuit of the real deal": A longitudinal study of VC decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 172-188, 2011.
- PICKEN, Joseph C. From startup to scalable enterprise: Laying the foundation. **Business Horizons**, v. 60, n. 5, p. 587-595, 2017.
- PLAGGE, Arnd. **Public policy for Venture capital: A comparison of the United States and Germany**. Springer Science & Business Media, 2006.
- POETZ, Marion K.; SCHREIER, Martin. The value of crowdsourcing: can users really compete with professionals in generating new product ideas? **Journal of Product Innovation Management**, v. 29, n. 2, p. 245-256, 2012.
- POTENZA, Guilherme Perez; DE OLIVEIRA, Alexandre Edde D. Regulando a inovação: o crowdfunding e empreendedorismo brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, v. 15, p. 69-107, 2016.
- PURI, Manju; ZARUTSKIE, Rebecca. On the life cycle dynamics of venture-capital-and non-venture-capital-financed firms. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 6, p. 2247-2293, 2012.
- RAHAMAN, Mohammad M. Access to financing and firm growth. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 3, p. 709-723, 2011.
- RAMADANI, Veland. Business angels: who they really are. **Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance**, v. 18, n. 7-8, p. 249-258, 2009.
- RANGA, Marina; ETZKOWITZ, Henry. Athena in the world of techne: The gender dimension of technology, innovation and entrepreneurship. **Journal of technology management & innovation**, v. 5, n. 1, p. 1-12, 2010.
- RIBEIRO, Artur T. V. B.; PLONSKI, Guilherme A.; ORTEGA, Luciane M.. Um fim, dois meios: Aceleradoras e incubadoras no Brasil. In: **Congresso Latino-Iberoamericano de Gestão da Tecnologia**. 2015. p. 1-20.
- RIES, Eric. **A startup enxuta**. Leya, 2012.
- RONCARATTI, L.S. Incentivos a startups no Brasil: os casos do Startup Brasil, InovAtiva e InovApps. In: Cavalcante, P., et al. **Inovação no setor público: teoria, tendências e casos no Brasil**. Brasília: ENAP, IPEA, 2017, cap. 11. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/livros/171002_inovacao_no_setor_publico_capitulo_11.pdf. Acesso em: 20 jun. 2019.
- RYU, Sunghan; KIM, Keongtae. Crowdfunding success as a quality signal to venture capital. In: **AMCIS 2016: Surfing the IT Innovation Wave - 22nd Americas Conference on Information Systems**. San Diego, 2016. Disponível em: https://pdfs.semanticscholar.org/b49f/e1ab772f423b246d1ddce13815bb1c8e28b7.pdf?_ga=2.63226351.1180271848.1586640194-1432462846.1586640194. Acesso em: 10 mar. 2019.
- SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473-521, 1990.
- SAMILA, Sampsa; SORENSON, Olav. Venture capital, entrepreneurship, and economic growth. **The Review of Economics and Statistics**, v. 93, n. 1, p. 338-349, 2011.

SAPIENZA, Harry J.; MANIGART, Sophie; VERMEIR, Wim. Venture capitalist governance and value added in four countries. **Journal of Business Venturing**, v. 11, n. 6, p. 439-469, 1996.

SEBRAE; ANPROTEC. **Corporate Venturing no Brasil: Co-inovando em rede**. Um guia para corporações e entidades de apoio. 2018. Disponível em: <https://informativo.anprotec.org.br/corporate-venture-no-brasil>. Acesso em: 14 jun. 2019.

SHEPHERD, Dean A. Venture capitalists' assessment of new venture survival. **Management Science**, v. 45, n. 5, p. 621-632, 1999.

SILVA, Filipe B. da; BIAGINI, Fabio L. Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil: a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. **BNDES Setorial**, Rio de Janeiro, n. 42, p. 101-130, 2015.

SIQUEIRA, Érica S.; DINIZ, Eduardo H. Equity crowdfunding no brasil: características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor. São Paulo: **Seminários em Administração-Semead-Usp**, 2017.

SMITH, Sheryl Winston; HANNIGAN, Thomas J. Swinging for the fences: How do top accelerators impact the trajectories of new ventures. **Druid**, v. 15, p. 15-17, 2015.

SOHL, Jeffrey E. The early-stage equity market in the USA. **Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance**, v. 1, n. 2, p. 101-120, 1999.

SOHL, Jeffrey. **The angel market in 2017**: angels remain bullish for seed and start-up investing. Durham: Center for Venture Research, 2018. Disponível em: <https://paulcollege.unh.edu/sites/default/files/resource/files/2017-analysis-report.pdf>. Acesso em: 20 set. 2018

SPENCE, Michael. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

STANKO, Michael A.; HENARD, David H. How crowdfunding influences innovation. **MIT Sloan Management Review**, v. 57, n. 3, p. 15, 2016.

STANKO, Michael A.; HENARD, David H. Toward a better understanding of crowdfunding, openness and the consequences for innovation. **Research Policy**, v. 46, n. 4, p. 784-798, 2017.

STARTUPA1. Website, 2019. Acesso em: 22 nov. 2019.

STARTUPA2. Website, 2019. Acesso em: 22 nov. 2019.

STARTUPB1. Website, 2019. Acesso em: 22 nov. 2019.

STARTUPB2. Website, 2019. Acesso em: 22 nov. 2019.

STARTUPB3. Website, 2019. Acesso em: 22 nov. 2019.

STARTUPB4. Website, 2019. Acesso em: 23 nov. 2019.

STARTUPD1. Website, 2019. Acesso em: 23 nov. 2019.

STARTUPCO1. Website, 2019. Acesso em: 23 nov. 2019.

STARTUPCO2. Website, 2019. Acesso em: 23 nov. 2019.

STIGLITZ, Joseph E. Information and the Change in the Paradigm in Economics. **American Economic Review**, v. 92, n. 3, p. 460-501, 2002.

- TIAN, Xuan. The causes and consequences of venture capital stage financing. **Journal of Financial Economics**, v. 101, n. 1, p. 132-159, 2011.
- TYEBJEE, Tyzoon T.; BRUNO, Albert V. A model of venture capitalist investment activity. **Management science**, v. 30, n. 9, p. 1051-1066, 1984.
- VAN OSNABRUGGE, Mark; ROBINSON, Robert J. **Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies--The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors**. John Wiley & Sons, 2000.
- VOORN, Bart; VAN GENUGTEN, Marieke; VAN THIEL, Sandra. Multiple principals, multiple problems: Implications for effective governance and a research agenda for joint service delivery. **Public Administration**, 2019.
- VULKAN, Nir; ÅSTEBRO, Thomas; SIERRA, Manuel F. Equity crowdfunding: A new phenomena. **Journal of Business Venturing Insights**, v. 5, p. 37-49, 2016.
- WADHWA, Anu; PHELPS, Corey; KOTHA, Suresh. Corporate venture capital portfolios and firm innovation. **Journal of Business Venturing**, v. 31, n. 1, p. 95-112, 2016.
- WALLMEROOTH, Johannes; WIRTZ, Peter; GROH, Alexander P. Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: A literature review. **Foundations and Trends in Entrepreneurship**, v. 14, n. 1, p. 1-129, 2018.
- WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken. Venture capital and private equity: A review and synthesis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 5 & 6, p. 521-570, 1998.
- WORLD BANK. **Crowdfunding's Potential for the Developing World**. *infoDev*, Finance and Private Sector Development Department. Washington: World Bank, 2013. Disponível em: https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf. Acesso em: 30 set. 2018.
- YIN, Robert K. **Estudo de Caso: Planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman editora, 2001.
- YOUNG, Michael N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. **Journal of management studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.
- ZACHARAKIS, Andrew L.; MEYER, G. Dale. The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision? **Journal of Business Venturing**, v. 15, n. 4, p. 323-346, 2000.

APÊNDICE A – LISTA DE DOCUMENTOS

Documento/Website	Ano
A Country Perspective of Angel Investment: Brazil – Policies & Practices 2017	2018
A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro	2011
Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil: a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. BNDES Setorial nº 42	2015
Consolidação de dados 2019. Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil	2019
Corporate Venturing no Brasil: Co-inovando em rede. Um guia para corporações e entidades de apoio	2018
Crowdfunding de Investimento. Evolução do Mercado	2019
Edital de audiência pública SDM Nº 06/2016	2016
Mapeamento dos mecanismos de geração de empreendimentos inovadores no Brasil	2019
O crescimento do investimento anjo. Pesquisa 2019 ano base 2018	2019
O panorama das aceleradoras de startups no Brasil	2016
Pequenas Empresas & Grandes Negócios, 14 de set. de 2017	2017
Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital	2005
Venture pulse Q4 2018: global analysis of venture funding	2019
Website Catarse (https://ano.catarse.me/2018#numeros)	2019
Website Eqseed (https://eqseed.com)	2019
Website Kria (https://www.kria.vc/)	2019
Website FundoA	2019
Website FundoB	2019
Website FundoC	2019
Website FundoD	2019
Website StartupA1	2019
Website StartupA2	2019
Website StartupB1	2019
Website StartupB2	2019

Documento/Website	Ano
Website StartupB3	2019
Website StartupB4	2019
Website StartupD1	2019
Website StartupCo1	2019
Website StartupCo2	2019

APÊNDICE B – ROTEIRO DE ENTREVISTAS – GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

PERFIL:

01 – Identificação da gestora

Nome da Gestora:	
Ano de Fundação:	
Quantidade de fundos sob gestão:	
Número de colaboradores:	

02 – Identificação do profissional

Nome:	
Cargo:	
Tempo de atuação na gestora:	

03 – Identificação do fundo

Denominação do fundo:	
Ano de lançamento:	
Número de Empresas investidas:	
Número de oportunidades que foram avaliadas para investimento:	
Número de empresas investidas que, no momento da entrada do fundo, já haviam recebido aporte de outras modalidades de investimento:	Anjos: Aceleradoras: Corporações: <i>Crowdfunding</i> :

PROCESSO DE INVESTIMENTO E CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO:

- 1) Você poderia falar sobre a política de investimento deste fundo de capital semente?
- 2) Como funciona o processo de investimento do fundo?
- 3) Em geral, a cada 100 oportunidades recebidas, quantas chegam à fase de diligência?
- 4) Destas 100 oportunidades, quantas recebem o investimento do fundo?
- 5) Quais são os principais critérios utilizados na avaliação das oportunidades de investimento?
- 6) Em qual etapa da análise da oportunidade vocês tomam conhecimento da existência de outros investidores e dos detalhes da participação destes?

COINVESTIMENTO:

- 7) Quando o fundo investe, ele realiza coinvestimento com outros investidores? Se sim, isso ocorre somente com outros fundos ou existe a participação de outras modalidades de investidores?
- 8) Qual a sua percepção sobre a existência prévia de outros investidores nas empresas analisadas como oportunidades de investimento?
- 9) Quais são os aspectos positivos sobre a existência prévia de outros tipos de investidores e que afetam a análise do fundo?
- 10) Quais são os aspectos negativos sobre a existência prévia de outros tipos de investidores e que afetam a análise do fundo?
- 11) O fundo já interrompeu alguma avaliação de investimento por alguma questão específica que envolvia outros investidores da startup? Se sim, qual foi o fator?
- 12) Os investidores anjo, aceleradoras, grandes empresas e plataformas de *crowdfunding* são fontes de oportunidade de investimento para o fundo? Como isso ocorre e com qual frequência? Existe algum tratamento diferenciado para estas empresas?

MELHORES PRÁTICAS NA NEGOCIAÇÃO

- 13) Quando existe a presença de investidor prévio à entrada do fundo, quais são os aspectos contratuais que atrapalham ou facilitam a negociação com os fundos? O que poderia aprimorado por parte da startup e dos investidores ao negociarem contratos?
- 14) Quando existe a presença de investidor prévio à entrada do fundo, quais são os aspectos comportamentais e de governança que atrapalham ou facilitam a negociação com os fundos? O que poderia ser aprimorado por parte da startup e dos investidores?

- 15) Quais outras sugestões podem ser dadas para as startups para que a negociação com investidores de capital semente não prejudique suas chances de captação junto a investidores formais como os fundos de investimento?

APÊNDICE C – ROTEIRO DE ENTREVISTAS – STARTUPS

PERFIL:

01 – Identificação da startup

Nome da startup:	
Ano de Fundação:	
Setor de atuação:	
Número de colaboradores:	

02 – Identificação do profissional

Nome:	
Cargo:	
Tempo de atuação na startup:	

03 – Histórico de investimento

Com quantos fundos de investimento a empresa conversou até receber o aporte?	
Quantidade de investidores que já haviam aportado capital na empresa no momento da negociação com o fundo.	Anjos: Aceleradoras: Corporações: <i>Crowdfunding</i> :
Valor recebido em aportes antes da entrada do primeiro fundo.	

PROCESSO DE INVESTIMENTO E CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO:

- 1) O que levou você a iniciar negociações com determinado fundo de investimento?
- 2) Quem foi o responsável na empresa pela busca de investidores?
- 3) Durante as negociações ficaram claros os critérios de avaliação utilizados? Em caso de resposta negativa, foram explicados os motivos?
- 4) Em que momento do processo o gestor do fundo tomou conhecimento sobre a existência de outros investidores na empresa? E quais informações destes investidores foram solicitadas?
- 5) O que levou vocês a optarem pela captação através de fundo de investimento ao invés de buscarem recursos em outras modalidades de investidores como: anjos, aceleradoras, corporate venture e plataformas de *crowdfunding*?

COINVESTIMENTO:

- 6) Durante a negociação com os gestores de fundos, vocês perceberam de alguma forma que a existência de outros investidores prejudicou na negociação de alguma forma?
- 7) Durante a negociação com gestores de fundos, vocês perceberam de alguma forma que a existência de outros investidores foi benéfica na negociação?
- 8) Os investidores que já estavam na empresa auxiliaram na busca pelo novo aporte por fundo de investimento? Se sim, de que forma houve esse auxílio?
- 9) Houve alguma restrição por parte dos investidores anteriores quanto à busca de capital com novos investidores?
- 10) O gestor do fundo de investimento exigiu alguma alteração das condições de investimento que vocês haviam negociado com os demais investidores? Se sim, que tipo de solicitação foi feita?

MELHORES PRÁTICAS NA NEGOCIAÇÃO

- 11) Quais sugestões vocês poderiam dar para demais empresas em processo de busca de investidores para facilitar o processo?
- 12) Quais sugestões vocês dariam para os investidores que aportam os primeiros recursos nas empresas para evitar que esse investimento possa prejudicar a captação em novas rodadas?

**APÊNDICE D – ROTEIRO DE ENTREVISTAS – STARTUPS COM
CAPTAÇÃO VIA *EQUITY CROWDFUNDING***

PERFIL:

01 – Identificação da startup

Nome da startup:	
Ano de Fundação:	
Setor de atuação:	
Número de colaboradores:	

02 – Identificação do profissional

Nome:	
Cargo:	
Tempo de atuação na startup:	

03 – Histórico de investimento

A empresa conversou com fundos de investimento antes de receber aporte da plataforma? Se sim, quantos?	
Quantidade de investidores que já haviam aportado capital na empresa no momento da negociação captação com a plataforma.	Anjos: Aceleradoras: Corporações: <i>Crowdfunding</i> :
Valor recebido nas rodadas de investimento da empresa?	

PROCESSO DE INVESTIMENTO E CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO:

- 1) O que levou você a iniciar negociações de investimento com plataformas de equity *crowdfunding*? E porque escolheram determinada plataforma?
- 2) Quem foi o responsável na empresa pela busca de investidores?
- 3) Durante as negociações, ficaram claros os critérios de avaliação utilizados pelas plataformas?
- 4) Em que momento do processo a plataforma tomou conhecimento sobre a existência de outros investidores? E quais informações destes investidores foram solicitadas?
- 5) O que levou vocês a optarem pela captação através de equity *crowdfunding* ao invés de buscarem recursos em outras modalidades de investidores como: anjos, aceleradoras, corporate venture e fundos?

COINVESTIMENTO:

- 6) Durante a negociação com as plataformas, vocês perceberam que de alguma forma que a existência de outros investidores prejudicou ou auxiliou na negociação?
- 7) Depois do investimento da plataforma, vocês buscaram novo aporte de investimento com algum fundo ou outro tipo de investidor?
- 8) Se buscaram investimento com fundos, de que forma vocês entendem que o investimento prévio via plataforma ajudou ou atrapalhou nessas negociações?
- 9) O gestor do fundo de investimento exigiu alguma alteração das condições de investimento que vocês haviam negociado com os investidores da plataforma? Se sim, que tipo de solicitação foi feita?
- 10) Há alguma restrição que a plataforma aplica quanto à captação de capital em outras fontes?
- 11) Além do montante de capital aportado, a plataforma contribuiu de alguma forma no desenvolvimento da empresa?

MELHORES PRÁTICAS NA NEGOCIAÇÃO

- 12) Quais sugestões vocês poderiam dar para demais empresas em processo de busca de investidores para facilitar o processo?
- 13) Quais sugestões vocês dariam para os investidores que aportam os primeiros recursos nas empresas para evitar que esse investimento possa prejudicar a captação em novas rodadas?