

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

ALEXANDRE CORREA DE MATTOS

**IMPACTOS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DE VENTURE CAPITAL NA
GESTÃO DAS STARTUPS BRASILEIRAS**

Porto Alegre
2020

ALEXANDRE CORREA DE MATTOS

**IMPACTOS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DE VENTURE CAPITAL NA
GESTÃO DAS STARTUPS BRASILEIRAS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Aurora Carneiro Zen

Porto Alegre

2020

AGRADECIMENTOS

Agradeço imensamente aos meus pais, Rodrigo e Everlin. Eles são os melhores pais que eu poderia ter. Sou muito grato à vida por ter me dado como pais pessoas tão maravilhosas. Foram grandes incentivadores do estudo e me proporcionaram, mesmo frente às dificuldades que passamos em alguns momentos da vida, a melhor educação que eu poderia ter no Colégio Marista Rosário. Obrigado por sempre me incentivarem a ir atrás dos meus sonhos!

Agradeço também à minha vó Elaine que também me proporcionou uma ótima educação e sempre incentivou os estudos, desde a época do colégio. Obrigado pelas palavras de conforto e carinho que sempre motivavam nas longas noites de estudo! Agradeço a minha companheira, Marcella, que me incentivou muito, principalmente nessa reta final de graduação. Todos momentos que passamos juntos foram maravilhosos e você ampliou meu olhar para coisas diferentes e me ensinou muito nesse processo.

Um agradecimento especial também à minha orientadora, Prof^a Dr^a Aurora Carneiro Zen, pelo incentivo no trabalho com esse tema que me motivou bastante na execução do trabalho de conclusão. Tive a oportunidade de estudar com diversos professores e, sem dúvidas, a coloco como uma das melhores que tive ao longo da graduação. Espero que ainda nos encontremos profissionalmente.

Durante a Universidade, tive a possibilidade de passar pela PS Júnior, que me ensinou muito do que sei hoje sobre Administração. Obrigado a todos que participaram dessa jornada comigo e também à instituição por me proporcionar experiências incríveis. A PS foi fundamental na minha formação.

Por fim, agradeço também aos amigos e sócios Ricardo, Lorenzo e Fábio pelas experiências que tivemos empreendendo na Loop durante a faculdade. Foi uma experiência incrível que tivemos juntos. Obrigado pelos grandes momentos! Também agradeço aos sócios Guilherme e Stephanie por entrarem de cabeça comigo em uma nova experiência empreendendo e estarem presentes nesse momento de transição de carreira e conclusão de curso.

RESUMO

O presente trabalho buscou identificar os principais impactos que ocorrem na gestão de uma *startup* após o aporte de um fundo de *venture capital*. Para que esse objetivo fosse atingido, foram realizadas entrevistas com especialistas do mercado de *startups*, analistas e gestores de fundos de *venture capital* e *startups* que haviam recebido aporte por fundos de investimento, seguindo a estratégia de pesquisa *Snowball*.

Como resultado, foram analisados sete elementos: o mercado de investimento em *startups* no Brasil, a captação de investimento pelas *startups*, o processo de investimento e principais etapas, a análise de investimento pelos fundos, a forma de atuação do fundo na gestão das *startups*, a maturidade das *startups* brasileiras em relação à gestão e os desafios e recomendações para a gestão das *startups*.

Os resultados apontam que o mercado de investimento em *startups* no Brasil teve um crescimento nos últimos anos, mas ainda é parcialmente imaturo e demanda uma profissionalização maior dos agentes que compõem o mercado. As *startups* ainda são muito imaturas quando o assunto é gestão do negócio, pois se preparam mal para a captação de recursos e enfrentam dificuldades na estruturação das áreas da empresa, principalmente a área de pessoas. Ficou clara a importância que a formação de uma equipe complementar, composta por lideranças que sejam capazes de atuar no crescimento do negócio, tem nesse processo.

Após a entrada de um fundo de investimentos em uma *startup*, identificou-se que ocorre uma profissionalização muito grande na área de gestão das empresas, tornando os negócios mais orientados a dados, com profissionais mais capacitados liderando as áreas de gestão da empresa, com processos bem definidos e estruturados e com um sistema de governança claro e que demanda a criação de um conselho administrativo que apoia nas decisões dos fundadores em relação ao negócio.

Palavras-chave: startups, ecossistema de empreendedorismo, fundos de *venture capital*, investimento em startups, capital de risco.

ABSTRACT

This study sought to identify the main impacts that occur in the management of a startup after the investment of a *venture capital* fund. In order to achieve this objective, interviews were carried out with specialists from the startups market, *venture capital* fund analysts and managers and startups who had received investment funds, following the Snowball research strategy.

As a result, seven elements were analyzed: the market for investment in startups in Brazil, the attraction of investment by startups, the investment process and main stages, the analysis of investment by funds, the way in which the fund operates in the management of startups, the maturity of Brazilian startups in relation to management and the challenges and recommendations for the management of startups.

The results show that the investment market in startups in Brazil has grown in recent years, but it is still partially immature and demands a greater professionalization of the agents that make up the market. Startups are still very immature when it comes to business management, as they are poorly prepared for fundraising and face difficulties in structuring the company's areas, especially the human resources area. It was clear the importance that the formation of a complementary team, composed of leaders who are able to act in the growth of the business, has in this process.

After the entry of an investment fund in a startup, it was possible to identify that there is a great professionalization in the management area of startups, making the business more data-driven, with more qualified professionals leading the management areas of the company, with well-defined processes and structured and with a clear governance system that demands the creation of an administrative board that supports the founders' decisions regarding the business.

Keywords: startups, entrepreneurship ecosystem, *venture capital*, startup investment.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1: Ecossistemas para Crescimento do Empreendedorismo | 17 |
| Figura 2: Tipos de capital de risco | 21 |
| Figura 3: Os quatro passos do Desenvolvimento do cliente | 25 |
| Figura 4: Médias das notas de dor de 1 a 10 para cada uma das categorias.. | 27 |
| Figura 5: % de empreendedores que consideram o maior desafio da empresa | 28 |
| Figura 6: Crescimento do Número de Investidores Anjo no Brasil..... | 47 |
| Figura 7: Crescimento do Valor em R\$ Milhões do Investimento Anjo..... | 48 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| INTRODUÇÃO | 9 |
| 1.1 OBJETIVOS | 12 |
| 1.1.1 Objetivo Geral | 12 |
| 1.1.2 Objetivos Específicos..... | 12 |
| 1.2 JUSTIFICATIVA | 12 |
| REVISÃO TEÓRICA | 14 |
| 2.1 O ECOSISTEMA EMPREENDEDOR | 14 |
| 2.2 CAPITAL DE RISCO | 19 |
| 2.2.1 Venture Capital..... | 21 |
| 2.3 STARTUP | 22 |
| 2.3.1 Gestão em Startups | 24 |
| PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS | 29 |
| 3.1 TIPO DE PESQUISA | 29 |
| 3.2 ESTRATÉGIA DE PESQUISA..... | 30 |
| 3.3 ORGANIZAÇÃO DOS DADOS..... | 31 |
| 3.4 ANÁLISE DOS DADOS | 31 |
| ANÁLISE DOS DADOS..... | 33 |
| 4.1 ESPECIALISTAS DO MERCADO..... | 33 |
| 4.1.1 Especialista E1 | 33 |
| 4.1.2 Especialista E2 | 34 |
| 4.1.3 Especialista E3 | 35 |
| 4.1.4 Perfil dos Especialistas | 35 |
| 4.2 FUNDOS DE VENTURE CAPITAL..... | 36 |

| | |
|---|-----------|
| 4.2.1 Fundo F1 | 36 |
| 4.2.2 Fundo F2 | 38 |
| 4.2.3 Fundo F3 | 40 |
| 4.2.4 Perfil dos Fundos de Venture Capital | 41 |
| 4.3 STARTUPS | 42 |
| 4.3.1 Startup S1 | 42 |
| 4.3.2 Startup S2 | 44 |
| 4.3.3 Perfil das Startups | 45 |
| 4.4 ANÁLISE COMPARATIVA ESPECIALISTAS X FUNDOS X STARTUPS | 45 |
| 4.4.1 Mercado de investimento em startups no Brasil | 46 |
| 4.4.2 Captação de investimento pelas startups brasileiras | 52 |
| 4.4.3 Processo de investimento e suas principais etapas | 55 |
| 4.4.4 Análise de investimento pelos fundos | 59 |
| 4.4.5 Forma de atuação do fundo na gestão das startups | 60 |
| 4.4.6 Maturidade das startups brasileiras em relação à gestão | 64 |
| 4.4.7 Desafios e recomendações para a gestão das startups | 67 |
| CONSIDERAÇÕES FINAIS | 68 |
| 5.1 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO | 71 |
| 5.2 LIMITAÇÕES E NOVOS ESTUDOS | 72 |
| REFERÊNCIAS..... | 73 |
| APÊNDICES | 77 |
| APÊNDICE A - ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE COM ESPECIALISTAS DO MERCADO DE STARTUPS | 77 |
| APÊNDICE B - ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE COM FUNDOS DE INVESTIMENTO | 79 |
| APÊNDICE C - ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE COM STARTUPS..... | 81 |

INTRODUÇÃO

O Brasil é um país empreendedor. Uma pesquisa realizada pela empresa de consultoria McKinsey & Company (2019) aponta que mais de 39% da população economicamente ativa trabalha em iniciativas empreendedoras no Brasil. Todavia, apenas uma pequena parte dessas iniciativas foca seus esforços em soluções inovadoras. Isso se percebe quando comparamos o índice de inovação do Brasil com os de outros países que compõem o BRICS. O Brasil fica atrás de Rússia, Índia, China e África do sul de acordo com o Índice Global de Inovação (2019). Este cenário está mudando, principalmente após o surgimento das *startups* e o aumento de participação delas no mercado econômico brasileiro. Isso começou logo após o período da chamada “bolha da internet” ou “era das empresas ponto com”, caracterizada por um grande crescimento econômico por parte de empresas de tecnologia da informação e comunicação que baseavam seus modelos de negócio inteiramente na internet.

As *startups* são empresas em estágio inicial formadas para buscar um modelo de negócios que seja repetível e escalável através de uma solução inovadora em um ambiente de extrema incerteza (BLANK, 2010). No Brasil, existem mais de oito mil *startups* oferecendo suas soluções para o mercado e desenvolvendo novas tecnologias. Juntas, elas receberam mais de um bilhão de reais em investimentos em 2018. Esse número é muito significativo e representa grande parte dos investimentos de capital próprio na América Latina. De acordo com o LAVCA (Associação de *Private Equity* e *Venture Capital* da América Latina), o Brasil foi responsável por 70% das atividades de investimento privado na América Latina no primeiro semestre de 2018. Desde 2016, os investimentos privados em *startups* no país subiram 123% ao ano. Apesar deste crescimento, o estudo realizado pela McKinsey & Company (2019) aponta que os investimentos em *venture capital* no país ainda são baixos. Em 2017, o percentual de investimentos em relação ao PIB foi de 0,04%. Um número muito baixo quando comparado com os 0,16% no Canadá e 0,43% nos Estados Unidos.

Apesar dos resultados positivos e da apresentação de um cenário que prospera ao longo do tempo de acordo com os dados apresentados anteriormente, o

investimento não é garantia para o sucesso e continuidade de uma *startup*. De acordo com um estudo realizado pela Associação Brasileira de Startups sobre o ecossistema empreendedor no Brasil, a falta de financiamento é um obstáculo para o crescimento das *startups*, mas não é o único e nem o principal. Dentre os principais problemas enfrentados pelos empreendedores, estão engajamento dos consumidores, marketing e aquisição de clientes, precificação e faturamento, tecnologia, operações, retenção de clientes, experiência do cliente, expansão internacional e outros. Dentre as várias dificuldades, percebe-se que muitas delas estão relacionadas a problemas na gestão do negócio. A CB Insights (2018), líder global em dados sobre *startups*, tecnologia e *venture capital*, divulgou um estudo realizado com mais de cem *startups* globais para descobrir por qual motivo as *startups* falham. Dos vinte principais motivos encontrados, quase metade deles estão ligados a um erro na gestão do negócio, como a falta de conhecimento para aplicação dos recursos captados, má precificação dos produtos, inviabilidade do modelo de negócios e definição incorreta do público-alvo. Além deles, outro grande motivo identificado pela CB Insights (2018) em mais de 13% das *startups* entrevistadas foi a desarmonia entre investidores e fundadores do negócio. Essa discórdia é uma questão fatal para empresas iniciantes e toda empresa acaba sendo afetada.

A seleção de *startups* por parte dos fundos *venture capital* não leva em conta apenas a tese de investimentos da empresa, mas também uma série de outros fatores, com, por exemplo, o perfil do empreendedor e da equipe (KEPLER, 2018). Por conta disso e dos principais motivos que resultam na falha das *startups*, muitos fundos de investimento optam, após sua entrada como sócio das *startups*, por interferir na gestão da empresa. O ciclo de investimento de um fundo de *venture capital* em uma *startup* tem três fases distintas: pré-investimento, pós-investimento e fase de saída (TYEBJEE; BRUNO, 1984). Essa interferência do fundo na gestão da empresa acontece na fase de pós-investimento, já que nela o fundo está engajado especificamente em duas principais atividades: monitorar a *startup* e adicionar valor a ela (DE CLERCQ; FRIED; LEHTONEN; SAPIENZA, 2006).

Hellmann e Puri (2002) afirmam que o investimento de *venture capital* está relacionado a uma variedade de medidas de profissionalização nas *startups*, como políticas de recursos humanos, adoção de planos de opção de compra e

até mesmo a contratação de novos diretores, em sua maioria de marketing ou vendas. Com o objetivo de obter um crescimento acelerado após o aporte de um fundo, as empresas demandam mais talentos executando novas funções no negócio e é nesse momento que surgem os conflitos gerenciais entre fundadores e investidores. Hellmann e Puri (2002) também afirmam em um de seus artigos que empresas que receberam investimento de fundos de *venture capital* estão mais dispostas a substituir o CEO por um profissional experiente e fazem isso mais rápido que as empresas que não receberam aporte.

O presente trabalho analisou o impacto que a entrada de fundos de *Venture Capital* causa na gestão das *startups* brasileiras. Para buscar atingir o objetivo do presente trabalho, foram entrevistados três diferentes agentes do mercado de *startups*. Dessa forma, foram realizadas três entrevistas com especialistas do mercado de *startups* com o objetivo de buscar suas percepções mais generalistas, sem necessariamente serem especialistas no processo de investimentos em *startups*. Após isso, foram entrevistados três fundos de *venture capital* que, seguindo a metodologia de pesquisa *Snowball*, foram indicados pelos especialistas. Por fim, foram realizadas duas entrevistas com *startups* brasileiras que já haviam recebido investimentos de fundos de *venture capital*, indicados pelos fundos de investimento.

Como foi apresentado anteriormente, a falta de recursos financeiros é um dos principais problemas enfrentados pelos empreendedores no crescimento de sua empresa. Entretanto, criou-se no mercado empreendedor, de forma informal, uma ideia de que uma *startup* precisa de investimentos para gerar resultados positivos e de escala. O que muitos empreendedores com menos experiência no mercado de *startups* não percebem é que esse investimento gera um conjunto de consequências. É importante mostrar que, muitas vezes, esse investimento implica em transformações na gestão das *startups* brasileiras, tanto positivas quanto negativas. Por isso, a análise de como a gestão de *startups* estudadas se transformou foi necessária. O objetivo foi de apresentar, com base em entrevistas com empreendedores de *startups* que receberam investimento e fundos que realizaram investimento em *startups*, qual o verdadeiro impacto da entrada destes fundos na gestão das *startups*, verificando quais as principais mudanças, quais os principais problemas, qual a tendência para o futuro e como as *startups* podem se preparar para ela.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do presente trabalho foi analisar os principais impactos que ocorrem na gestão de uma *startup* após o aporte de um fundo de *Venture Capital*.

1.1.2 Objetivos Específicos

- Entender o nível de maturidade do mercado de investimentos em *startups* no Brasil e os principais desafios de gestão ligados a ele;
- Identificar oportunidades de como *startups* podem se preparar, do ponto de vista gerencial, para o recebimento de um aporte deste tipo;
- Apresentar o processo de investimento por parte de um fundo de *Venture Capital*;
- Identificar os principais pontos de análise de investimento por parte dos fundos de *Venture Capital*;
- Comparar a percepção das *startups* e dos fundos de investimento em relação às mudanças na gestão de uma *startup* após o aporte de capital;
- Entender o nível de maturidade das *startups* brasileiras em relação à gestão.

1.2 JUSTIFICATIVA

O presente trabalho buscou auxiliar empreendedores e fundadores de *startups* em seu processo de captação de investimentos através de investimento semente por fundos de investimento *venture capital*, servindo de base para o planejamento de possíveis cenários e adaptação de suas teses de investimento para que consigam melhores oportunidades. Com o auxílio do mesmo, os empreendedores podem adaptar suas empresas às práticas mais valiosas para os fundos de investimento e profissionalizar a gestão de sua *startup* para que o investimento ocorra da melhor forma possível. O estudo também serve para entusiastas, consultores e investidores para que possam potencializar a

efetividade de seus trabalhos e processos de investimentos em *startups*. Com a publicação do estudo, seus resultados estão disponíveis para todos que quiserem entender melhor os principais impactos que a entrada de fundos de investimento *venture capital* tem na gestão de *startups*.

REVISÃO TEÓRICA

O referencial teórico deste trabalho visa revisar os principais assuntos a serem abordados ao longo dele. Divide-se em quatro seções: o ecossistema empreendedor, as *startups*, o capital de risco e os fundos de *venture capital*. O objetivo desta seção será revisar os conceitos abrangentes desde sua origem até as suas aplicações empíricas cotidianas, baseados na literatura e no estudo de artigos científicos de outros autores publicados anteriormente a este trabalho, que ajudam a compreender melhor a pesquisa a ser estudada.

2.1 O ECOSSISTEMA EMPREENDEDOR

Atrela-se às *startups* um alto potencial de inovação, que faz com que elas sejam capazes de influenciar o ambiente externo. Isso acontece a partir da criação de novos empregos, geração de renda e colaboração para o desenvolvimento econômico da região em que estão inseridas. Dessa forma, pode-se concluir que o empreendedorismo é um ponto vital para o desenvolvimento econômico de uma nação. Schumpeter (1982, p. 47) afirma que o indivíduo que empreende é responsável por esse desenvolvimento, ao propor à inovação de um novo negócio. Entretanto, assim como os indivíduos, através do empreendedorismo, são capazes de influenciar no ambiente externo, o mesmo ambiente é capaz de influenciar nos indivíduos e nas empresas. Por isso, para que ocorra o ato de empreender, é necessário que exista um ambiente propício a isso. Isenberg (2010) cita:

O ecossistema empreendedor consiste em uma variedade de elementos – como liderança, cultura, mercado de capitais e clientes de mente aberta – que se combinam de maneiras complexas. De maneira isolada, cada aspecto conduz para o empreendedorismo, mas não é capaz de sustentá-lo. E é aí que os esforços de muitos governos falham – eles se esforçam em um ou dois elementos apenas.

Em seu estudo conhecido como “Babson Entrepreneurship Ecosystem Project” publicado no ano de 2011, pela Babson College, Daniel Isenberg ressalta a importância de um ecossistema empreendedor para o surgimento de

novos negócios e para o desenvolvimento econômico de uma nação e ressalta o papel de que governo, empresas e organizações sem fins lucrativos devam se juntar para proporcionar isso. O autor ressalta que a presença de um ecossistema propício a criação de novos negócios é muito importante para os empreendedores. Ele identificou em seu estudo que há diversas tentativas em regiões do mundo para se copiar um ecossistema como o Vale do Silício, ou o de Israel, em que novas *startups* são frequentemente criadas, investidas e desenvolvidas, transformando-se em grandes empresas, como foi o Facebook, o Google, o Waze, entre diversas outras histórias conhecidas. No entanto, ele explica que o processo de desenvolvimento e criação de um ecossistema não é algo que pode ser modelado, porém pode-se elencar alguns princípios como norteadores de políticas governamentais:

1. Parar de emular o Vale do Silício: Muitos governos, na tentativa de replicar o ecossistema empreendedor do Vale do Silício, região da Califórnia nos Estados Unidos mundialmente conhecida pelo desenvolvimento empreendedor de várias *startups* de sucesso, acabam falhando e se frustrando. O que não entendem é que o contexto que levou ao surgimento do Vale não pode ser replicado em outro país, visto que eventos históricos e cultura impactaram diretamente no processo de criação deste ambiente.
2. Moldar o ecossistema em torno de condições locais: Isenberg conclui que o ecossistema empreendedor de cada local irá refletir a realidade do ambiente em que está inserido. Para exemplificar, ele cita o caso de Israel, que ficou muito conhecido pelo desenvolvimento em P&D por causa da indústria militar, pela histórica diáspora que criou senso de comunidade, pela cultural frugalidade, pela educação e pela sabedoria não convencional. Assim, complementando o ponto anterior, o objetivo deve ser criar um ecossistema de representante do ambiente local, e não uma cópia de outro ecossistema.
3. Engajar o setor privado desde o começo: O setor público não é capaz de desenvolver um ecossistema sozinho, principalmente porque o setor privado detém a motivação e perspectiva para desenvolver novos mercados lucrativos e autossustentáveis. A criação de um

ecossistema não é possível sem a participação do setor privado desde o início da criação.

4. Favorecer os grandes potenciais: Existem diversos programas de apoio sociais às massas menos favorecidas em países como o Brasil. No entanto, como os recursos para execução desse tipo de programa ainda são escassos, é importante alocá-los da melhor forma possível. A ideia trazida neste ponto é de que esses programas também deveriam focar em empreendedores com alto potencial de crescimento, pois estes são aqueles que gerarão impacto econômico significativo.
5. Conseguir um grande vencedor: Ter um grande caso de sucesso é muito importante no ecossistema, visto que estimula a imaginação das pessoas, inspira novas criações e atrai outras pessoas e empresas para aquele ecossistema. É importante celebrar essa conquista com o objetivo de engajar novos indivíduos para fazerem parte deste ecossistema.
6. Enfrentar a mudança cultural de frente: Para atingir a mudança cultural, é importante que as atitudes empreendedoras sejam estimuladas e recompensadas.
7. Fortalecer as raízes: Isenberg diz que os governos devem fortalecer as raízes do empreendedorismo, ou seja, garantir que não falte recursos para que o desenvolvimento dos empreendedores e dos negócios seja resistente.
8. Não deixe os clusters complexos demais: O governo não deve impor um caminho restrito a ser seguido pelos empreendedores, mas sim fortalecer o caminho que já existe e proporcionar condições para que ele evolua da melhor forma. A ideia é de que é melhor não intervir tentando criar novos ecossistemas com novas regras e sim fortalecer e apoiar os já existentes.
9. Reformar o quadro legal, burocrático e obrigatório: Tornar o ambiente favorável a criação de novos negócios do ponto de vista legal e burocrático é algo que sofre um efeito muito positivo no ecossistema.

Os nove princípios apresentados por Isenberg (2011) deixam claro que há complexidade no desenvolvimento de um ecossistema empreendedor, visto que é ineficaz tentar copiar grandes referências globais por diversos motivos que independem de ações vindas exclusivamente do governo ou do setor privado. Sendo assim, Isenberg (2011) identificou que não havia apenas uma característica que originava o sucesso do empreendedorismo local, mas um conjunto interdependente de variáveis combinadas. Ele demonstra como funciona um ecossistema empreendedor e o papel de cada um dos stakeholders na Figura 1. São assinalados seis domínios do ecossistema: políticas públicas, capital financeiro, cultura, suporte, recursos humanos e mercados.

Figura 1: Ecossistemas para Crescimento do Empreendedorismo



Fonte: ISENBERG (2011).

Isenberg (2011) inicia com o domínio de Políticas Públicas, onde estão inseridas as instituições governamentais de apoio ao empreendedorismo, principalmente as universidades públicas que fornecem conhecimento por meio de suas pesquisas científicas que podem ser levadas ao mercado como soluções ou produtos e o SEBRAE. Neste domínio também estão inseridos os órgãos regulatórios, que podem apoiar ou dificultar o processo de desenvolvimento de um ecossistema empreendedor.

No domínio capital financeiro, o autor apresentará as instituições privadas que investem no empreendedorismo, como os fundos de *venture capital*, um dos principais agentes que será estudado no presente trabalho. É importante ressaltar que o acesso ao capital permite o desenvolvimento de novos negócios, já que da margem para que os empreendedores arrisquem mais, gerando mais inovação e novas soluções de potencial sucesso no mercado. Os aspectos legais de proteção ao investimento são muito importantes nesse domínio, pois acarretam diretamente na presença ou não de investidores de risco. É importante citar que existem empresas em estágio inicial que precisam de muito investimento e tração para conquistar novos mercados. Existem diversos modelos de negócio no ecossistema empreendedor, principalmente se falando de *startups*, que são baseados em uma curva de evolução exponencial de receita que geralmente precisa de um alto investimento para suprir os grandes déficits do início da operação.

No aspecto da cultura estão inseridas questões mais subjetivas em relação à sociedade e ao ambiente. Aqui é onde os casos de sucesso aparecem com suma importância, uma vez que incentivam que os empreendedores tomem mais riscos, pois há uma prova social de que este risco pode gerar um resultado no futuro. Dessa forma, é importante ressaltar a propensão à tomada de risco, forma de relacionamentos e preconceitos.

No âmbito das instituições de suporte, estão as organizações que fornecem infraestrutura e serviços de auxílio ao negócio. Ou seja, empresas de telecomunicação, transporte, energia, espaços de *co-working*, incubadoras, aceleradoras, e também serviços de contabilidade, advocacia, bancos e consultorias. Aqui, é importante que haja uma infraestrutura que possibilite que a empresa desenvolva e comercialize seu produto. É neste âmbito que se enquadram os diversos programas de aceleração de empresas e de incentivo à criação de *startups* promovidos por instituições de apoio.

O quinto domínio de Isenberg (2011) são os recursos humanos, onde se localizam os profissionais capacitados para trabalhar e desenvolver novos negócios. Neste âmbito é importante que existam instituições de ensino de qualidade que sejam capazes de formar empreendedores para o ecossistema. Aqui também se torna importante a capacidade da *startup* em contratar funcionários qualificados.

O autor finaliza apresentando que o domínio de mercados marca a presença dos clientes e de outros contatos dentro do ecossistema. Ressalta-se a importância de consumidores adeptos a novos produtos e redes de contato que permitam disseminar os conceitos dos empreendimentos a níveis nacional e internacional. Também é importante que existam canais de distribuição para as *startups* difundirem seus produtos.

Todos os domínios abordados são independentes e, Isenberg (2011) ressalta que é importante que todos sejam desenvolvidos em conjunto para o melhor desenvolvimento do ecossistema empreendedor. Dessa forma, pode-se compreender por que em alguns casos existem alguns domínios muito desenvolvidos e mesmo assim não há uma grande quantidade de *startups* no ecossistema. O desenvolvimento em conjunto é muito importante para que o ecossistema se desenvolva de forma geral, promovendo o desenvolvimento empreendedor.

2.2 CAPITAL DE RISCO

Kortum e Lerner (2000, p.676) conceituam o capital de risco como “investimento ligado a jovens empresas privadas, onde o investidor é um intermediário financeiro que normalmente é um diretor ativo, um assessor, ou até mesmo um gerente da empresa”. Ou seja, podemos dizer que quem detém a ideia do negócio é o empreendedor, mas que ele necessita de um suporte financeiro que permita que o negócio seja posto em prática e solucione o problema da melhor forma possível. Neste caso, o capital de risco surge como uma solução.

Conceitualmente os capitalistas de risco são aqueles que tomam riscos mais altos em vistas de aumentarem as chances de obter maiores lucros (RAMALHO, 2010; KORTUM; LERNER, 2000; GOMPERS, 1994). Dessa forma, o capital de risco é considerado um dos fatores determinantes para o surgimento da inovação (OECD, 2005). As empresas que estão preparadas para receber este tipo de aporte e estão prontas para isso já possuem uma posição definida no mercado e vislumbram atingir objetivos específicos, que serão possíveis graças ao investimento. Como pode ser visto no item anterior, em geral, são empresas que já passaram o primeiro estágio de uma *startup*. Isso não quer dizer que esteja

limitado a algum estágio específico, mas a tendência é que ocorra nos estágios de construção e escala.

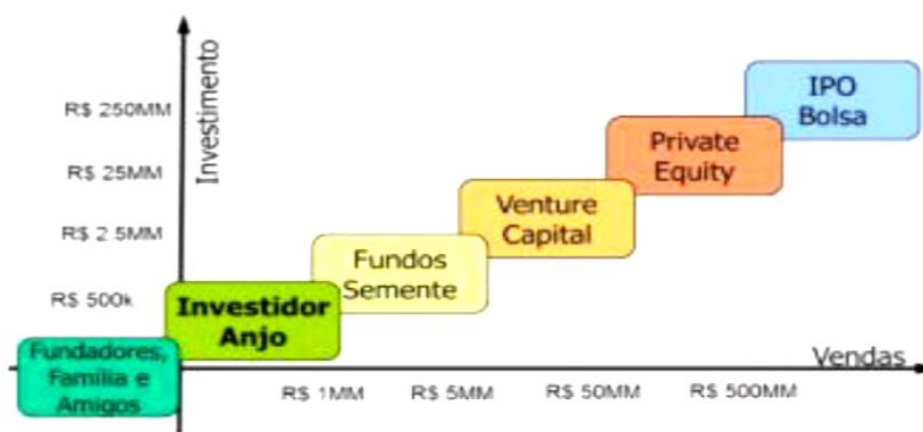
Meireles, Pimenta-Júnior e Rebelatto (2008) defendem o capital de risco como um investimento interessante justamente pela não exigência de garantias reais ou recompensas em forma de juros pelo capital utilizado, em um financiamento de longo prazo. Os investidores, neste tipo de investimento, estão diretamente ligadas ao risco da organização em questão. Landström (2007) define o capital de risco da seguinte maneira:

[...] forma específica de financiamento industrial (de forma mais ampla, uma parte de um mercado de capitais, de base privada) em que os investimentos são feitos por instituições, empresas e indivíduos ricos em empreendimentos que não são cotados em um mercado de ações, e que tem potencial para crescer e tornar-se jogadores importantes no mercado internacional (LANDSTRÖM, 2007, p. 5).

Já Meirelles et al (2008) estabelece como:

[...] segmentos do mercado financeiro que constituem fundamentalmente em aporte temporário de capital, realizado por um fundo de *venture capital/private equity*, por meio de participação no capital de empresas com potencial de crescimento e expectativa de grande valorização (MEIRELLES et al., 2008, p. 13).

Para compreender melhor o mercado de capital de risco no ecossistema empreendedor, podemos dividi-lo em seis tipos: fundadores, família e amigos, investimento anjo, IPO. Cada um dos tipos possui uma relação direta com o nível de maturidade da empresa, mas não se limita a isso. A figura 2 demonstra como se pode alocar os tipos de capital de risco em relação às vendas e ao tamanho do investimento feito em uma *startup*.

Figura 2: Tipos de capital de risco

Fonte: SPINA (2013)

Com esse modelo gráfico, é possível compreender a participação do capital de risco em toda existência da organização, suprindo necessidades diferentes e ocorrendo de maneira distinta entre cada um dos tipos. Os investimentos do tipo *Venture Capital*, que é o principal tipo de investimento nas *startups* neste estudo, em geral, através de investimentos de menor porte em empresas que estão em estágio de formação. Dessa forma, podemos considerar que o capital de risco é uma ferramenta estimuladora da economia, inovação e competitividade (CHEROBIM et al., 2011).

2.2.1 Venture Capital

Dentre os tipos de investimento de capital de risco, pode-se destacar o *Venture Capital*, modalidade em que o investidor assume uma posição na estrutura acionária da companhia através de investimentos de menor porte em empresas que estão em estágio de formação. De acordo com Figueiredo (2002), em todas estas modalidades o risco de perda total do capital empregado é considerável. No caso do *Venture Capital* não é diferente e o investidor assume o risco de perder todo dinheiro investido na empresa. Ao mesmo tempo, por conta do maior risco no qual o investidor se sujeita, há um potencial muito maior de ganhos.

É comum que as empresas investidas por fundos de *Venture Capital* recebam, além do aporte financeiro necessário, instruções gerenciais que visam

estimular o atingimento das metas estabelecidas. Além disso, também há um grande envolvimento destes fundos nas decisões do negócio. O envolvimento direto dos investidores no controle e gerenciamento dos empreendimentos que estão sendo financiados, normalmente integrando o conselho da empresa (SAHLMAN, 1990). O presente trabalho visa compreender qual o impacto deste envolvimento e quais as principais mudanças que ocorrem em uma *startup* em sua estrutura gerencial após o aporte de um fundo de *Venture Capital*.

Gompers e Lerner (2001) acreditam que o ambiente de alto grau de incerteza, com ativos de maioria intangíveis, assimetria de informação e de mercado dinâmico é o mais propício para que ocorra o investimento de *venture capital*.

2.3 STARTUP

Apesar de muito conhecido, o termo *startup* ainda é muito discutido e tem algumas definições distintas. Desde o começo de seus estudos até hoje, o termo está em constante evolução. Taborda (2006, p. 6) apresenta o termo da seguinte forma:

É uma empresa em fase embrionária, geralmente no processo de implementação e organização das suas operações. Pode não ter ainda iniciado a comercialização dos seus produtos ou serviços, mas já está a funcionar ou, pelo menos, em processo final de instalação.

Já Blank (2014), irá divergir de Taborda e apresentar *startups* da seguinte forma:

Por anos nós tratamos startups como versões menores de grandes empresas. Entretanto, agora sabemos que uma startup é uma organização temporária focada na busca de um modelo de negócios escalável e replicável. Dentro dessa definição, uma startup pode ser tanto uma nova empresa, como uma nova divisão ou unidade de negócio de uma empresa já existente.

Ries (2011, p.26) trata a *startup* como “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”, de uma maneira bem similar a de Blank (2014). Dessa forma, ambos estão incluindo em suas definições apenas grupos de pessoas que inovam na busca de um novo

modelo de fazer negócios, buscando formatos que sejam escaláveis e replicáveis.

Quando se fala no termo *startup*, muitas pessoas tendem a fazer uma associação temporal em relação ao tempo, onde empresas em um estágio inicial tendem a ser consideradas *startup*. Porém, Blank (2014) e Ries (2011) divergem de Taborda (2006) ao não incluir um quesito temporal em suas definições, onde uma *startup* não é necessariamente uma “empresa em fase embrionária”, e sim uma “organização temporária focada na busca de um modelo de negócios escalável e replicável”, podendo ser empresas que estão presentes há muito tempo no mercado, mas que ainda estejam em processo de validação de seu modelo de negócio, e é essa definição que esse trabalho irá utilizar. Ainda relacionado à essa definição proposta pelos autores, Meyer (2012) complementa, definindo-as como empresas que começam pequenas, porém com grandes ambições, tendo em vista seu potencial inovador, que possibilita maior probabilidade de crescimento exponencial em tempo reduzido. Neste caso, entra em questão um ponto muito importante que é conhecido no meio empreendedor como sonho grande, que nada mais é do que ter grandes objetivos a serem alcançados em um curto espaço de tempo, tornando o crescimento da empresa exponencial.

Durante seu processo de crescimento, a *startup* passa por diversos estágios de negócio, na qual enfrenta diferentes desafios e almeja diferentes objetivos. De acordo com Blank (2015): “*startups* passam por uma série de estágios antes de se tornar uma grande companhia”. Partindo dessa constatação, o autor descreve estes três grandes estágios: Busca, Construção e Escala.

De acordo com o autor, no primeiro ano de vida a empresa está no estágio de busca. Nesse estágio o grande objetivo da empresa é buscar um modelo de negócios que seja reproduzível e escalável, além de ser rentável financeiramente. É nesse momento que os empreendedores devem focar em testar hipóteses levantadas durante a construção da empresa e testá-las no mercado através da criação de um mínimo produto viável, conhecido como MVP, onde busca entregar o mesmo valor para o cliente através do produto mais simples possível. Essa técnica é utilizada justamente para testar o modelo de negócios da *startup*. Esse estágio é bem-sucedido quando se tem o

entendimento sobre qual canal de vendas seus clientes utilizarão para adquirir a solução, bem como os custos relacionados a esse canal; as vendas são alcançadas sem atividades que demandem um esforço muito oneroso dos empreendedores; e, finalmente, o custo de aquisição de clientes e o valor que os clientes pagarão pela solução nos próximos meses são estimados com clareza. Como é neste estágio que os empreendedores ainda verificando se existe mercado para sua ideia ou se a sua solução resolve um problema real, é nele também que a maioria das *startups* morre (BLANK, 2015).

No segundo estágio, de construção, o objetivo da empresa é ganhar escala por meio de crescimento do número de clientes de modo que o aumento desse número não afete de forma expressiva os custos da *startup*, mas aumente sua receita. Segundo Blank (2015), é neste estágio que a empresa começa a necessitar de alguns atributos de gestão, como implementação da cultura, treinamentos, processos e procedimentos. O presente trabalho irá analisar empresas neste estágio de negócio.

Por fim, no estágio de crescimento, o negócio atingiu liquidez, podendo ter aberto capital, ou ter sido comprado ou incorporado por uma empresa maior. Nesta etapa, os processos e indicadores referentes às estratégias foram implementados em sua totalidade.

2.3.1 Gestão em Startups

Diferentemente de uma grande empresa tradicional, que requer uma gestão com muita organização e administração eficiente e racional (BRINCKMANN; HOEGL, 2011; GIARDINO; WANG; ABRAHAMSSON, 2014), as *startups* possuem uma estrutura orgânica e informal, onde existe uma grande parcela de intuição, criatividade e ideias (HANKS, 2015). Isso, na verdade, é uma das formas que as *startups* em estágio inicial encontram para se diferenciar das grandes empresas tradicionais. Estruturas enxutas e sem muitas burocracias permitem que as *startups* sejam muito mais flexíveis e se adaptem mais rápido a mudanças exigidas pelo mercado, superando, muitas vezes, as grandes empresas, principalmente em termos de inovação.

Uma das principais metodologias para se entender a fase de desenvolvimento em que uma *startup* se encontra e, conseqüentemente, o nível

de capacidade de gestão da mesma é o desenvolvimento de clientes proposto por Blank (2015). Este modelo tem como foco o contato direto com os clientes e o desenvolvimento de uma produção com base nas reações deles.

Figura 3: Os quatro passos do Desenvolvimento do cliente



Fonte: BLANK (2015)

O modelo prevê quatro etapas pelas quais uma *startup* passa: descoberta do cliente, validação pelo cliente, geração de demanda e estruturação do negócio. Cada etapa é representada por um círculo, ressaltando o processo de retroalimentação gerado a partir dos feedbacks dos clientes. Na primeira etapa, chamada de “descoberta do cliente”, é onde procura-se potenciais clientes do negócio que tenham uma visão similar do produto para verificar se as hipóteses previamente levantadas pelos empreendedores estão corretas e se realmente existe um problema a ser resolvido pela solução proposta. Dessa forma, essa fase pode ser dividida em duas partes: entender a percepção dos clientes sobre qual é o problema e quais as principais dores que o negócio precisa resolver, e apresentar um produto minimamente viável, que entrega uma proposta de valor similar ao produto final com menos recursos, aos clientes com o intuito de persuadi-los a comprar o produto.

Na segunda fase, de validação do cliente, há como objetivo a validação do modelo de negócios proposto pela *startup*. É nessa fase que se identifica se o que está sendo testado realmente consegue prover um volume de clientes de modo que seja sustentável e torne a empresa lucrativa. Através de um produto minimamente viável de alta fidelidade, que testa as principais características da solução junto aos clientes (BLANK, 2014), são testados os canais de distribuição,

os canais de venda, a precificação do produto e a produção ou desenvolvimento da solução. É uma fase em que grande parte das *startups* realiza suas primeiras vendas, já que consegue entregar um valor para o cliente através do produto.

Essas duas primeiras etapas estão focadas no estágio de busca de uma *startup*. Assim, para avançar para o estágio de Construção, a *startup* deverá verificar quais as características mais valorizadas do seu produto, a existência de um mercado, o valor atribuído ao seu produto e a demanda pelo mesmo, elaborar estratégias de precificação, identificar o comprador e o cliente. Após todas essas questões terem sido sanadas e quando houver um nível de clientes adequado e um ritmo contínuo de vendas, chega o momento de escalar o negócio, dando origem à fase de geração de demanda. Nessa fase de geração de demanda, a empresa acelera seu crescimento. A empresa passa, então, a despender grandes quantias de recursos para aumentar a demanda de seus produtos pela incorporação de usuários através dos seus canais de venda, principalmente com publicidade e promoção. Blank e Dorf (2014, p.29) comentam que:

É o momento em que a startup pisa no acelerador, gastando grandes quantidades de recursos para escalar através da criação de demanda de usuários finais e os levando para canais de venda.

Por fim, a *startup* atinge a fase de estruturação da empresa, onde de fato começa a operar como uma companhia. É nesse momento que a empresa encerra o período de organização focada em aprendizado (BLANK; DORF, 2014). É o momento em que a *startup* passa se organizar rigidamente, desenvolvendo departamentos de Vendas, Recursos Humanos, Marketing, entre outros. O modelo de desenvolvimento de clientes mostra que quanto mais tempo a *startup* demorar para realizar seus testes, mais custoso será no momento em que a hipótese for refutada, e por isso o modelo prevê o aumento de velocidade dos testes.

Apesar da diferença clara do ponto de vista de gestão com relação ao nível de maturidade e tempo de mercado de uma empresa, há uma divergência de opiniões de alguns autores em relação à importância da gestão para empresas em estágio inicial. Enquanto outros entendem que ela é importante no

seu crescimento e maturidade (WILLARD; KRUEGER; FEESER, 1992), outros acabam relativizando essa importância (TOWNSEND; BUSENITZ, 2015). Mesmo assim, a falta de uma estratégia de negócio ou inconsistências na gestão estão entre as causas do fracasso de *startups* (GIARDINO; WANG; ABRAHAMSSON, 2014). Em uma pesquisa realizada pela CB Insights (2018), plataforma de inteligência e base de dados, foram identificadas as vinte principais razões pelas quais uma *startup* falha em seu estágio inicial. Falta de necessidade de mercado, ficar sem dinheiro, escolha do time incorreto para execução do negócio, ter o diferencial do negócio superado pelos competidores e ter problemas com custos e precificação foram os principais problemas identificados pela pesquisa. Pode-se perceber que todos os principais motivos estão relacionados a problemas de gerenciamento em diversos aspectos.

Em uma pesquisa realizada pela Endeavor (2017) sobre os desafios dos empreendedores brasileiros, identificou-se que os três principais são a gestão de pessoas, a gestão financeira e a resolução de questões jurídicas e legais, como contratos, processos e a complexidade de impostos. Quando questionados sobre qual consideram o maior desafio para a sua *startup*, empreendedores ainda citaram questões de marketing e vendas, como marca, ponto de venda, precificação e satisfação do cliente.

Figura 4: Médias das notas de dor de 1 a 10 para cada uma das categorias

| Médias das notas de dor de 1 a 10 para cada uma das categorias: | Geral | Alta Performance | Alto Impacto | TIC |
|---|-------|------------------|--------------|-----|
| Gestão de pessoas | 6.7 | 7.1 | 7.4 | 6.6 |
| Gestão financeira | 6.5 | 6.3 | 6.6 | 5.9 |
| Jurídico e regulação: contratos e processos e complexidade dos impostos | 6.5 | 6.2 | 5.6 | 6.2 |
| Inovação: criação e/ou melhoria dos produtos e processos | 6.2 | 6.0 | 6.3 | 6.4 |
| Marketing e vendas: marca, ponto de venda, precificação, satisfação do cliente | 6.1 | 5.7 | 7.0 | 6.4 |
| Operações e processos: estoque, controle de qualidade e/ou custos operacionais | 6.0 | 6.2 | 6.3 | 5.6 |
| Estratégia: falta de visão, de foco e/ou de gestão de metas | 5.8 | 5.2 | 5.1 | 5.4 |
| Infraestrutura: tecnologia, engenharia e/ou segurança nas instalações | 5.5 | 5.4 | 5.4 | 4.8 |
| Acesso a crédito ou investimentos? | 5.4 | 6.0 | 6.5 | 5.7 |
| Governança corporativa: problemas com sócios, conselheiros e/ou familiares na empresa | 3.8 | 3.2 | 4.3 | 3.4 |
| Média | 5.9 | 5.7 | 6.0 | 5.6 |

A ordem dos desafios é dada pela média das notas de dor dos Empreendedores Gerais.

Fonte: ENDEAVOR (2017)

Figura 5: % de empreendedores que consideram o maior desafio da empresa

| % de empreendedores que consideram o maior desafio da empresa: | Geral | Alta Performance | Alto Impacto | TIC |
|---|-------|------------------|--------------|-----|
| Jurídico e regulação: contratos e processos e complexidade dos impostos | 20 | 16 | 3,2 | 17 |
| Gestão de pessoas | 18 | 24 | 22,6 | 16 |
| Marketing e vendas: marca, ponto de venda, precificação, satisfação do cliente | 11 | 5 | 22,6 | 10 |
| Acesso a crédito ou investimentos? | 11 | 18 | 19,4 | 18 |
| Gestão financeira | 10 | 10 | 9,7 | 11 |
| Inovação: criação e/ou melhoria dos produtos e processos | 9 | 8 | 6,5 | 16 |
| Estratégia: falta de visão, de foco e/ou de gestão de metas | 6 | 5 | 3,2 | 5 |
| Governança corporativa: problemas com sócios, conselheiros e/ou familiares na empresa | 6 | 2 | 3,2 | 1 |
| Operação e processos: estoque, controle de qualidade e/ou custos operacionais | 5 | 7 | 9,7 | 3 |
| Infraestrutura: tecnologia, engenharia e/ou segurança nas instalações | 4 | 5 | 0 | 1 |

A ordem dos desafios é dada pela percentagem de Empreendedores Gerais que consideram aquele desafio como o maior da empresa

Fonte: ENDEAVOR (2017)

Com o objetivo de alavancar seus negócios e crescer de forma rápida para conquistar uma parcela do mercado, muitas *startups* buscam fontes de financiamento de capital de risco, como fundos de *Venture Capital*. O investimento de *venture capital* está relacionado a uma variedade de medidas de profissionalização nas *startups*, como políticas de recursos humanos, adoção de planos de opção de compra e até mesmo a contratação de novos diretores, em sua maioria de marketing ou vendas (HELLMANN; PURI, 2002). Após a entrada de investimento, com o objetivo acelerar o crescimento, as empresas demandam mais talentos executando novas funções no negócio e é nesse momento que surgem os conflitos gerenciais entre fundadores e investidores. Hellmann e Puri (2002) afirmam que empresas que receberam investimento de fundos de *venture capital* estão mais dispostas a substituir o CEO por um profissional experiente e fazem isso mais rápido que as empresas que não receberam aporte. Isso mostra que existe uma mudança na forma como as *startups* são geridas antes e depois de receber o aporte por esse tipo de fundo de investimento.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente capítulo aborda os procedimentos metodológicos que foram utilizados para atingir os objetivos previamente citados do presente trabalho, demonstrando o tipo de pesquisa, a estratégia de pesquisa e a forma de organização e análise dos dados coletados. Em relação à pesquisa, Silvia e Menezes (2005, p.20) comentam:

Um conjunto de ações, propostas para encontrar a solução para um problema, que têm por base procedimentos racionais e sistemáticos.

3.1 TIPO DE PESQUISA

Para realizar a investigação do trabalho, optou-se pela realização de pesquisas qualitativas através de entrevistas em profundidade. A pesquisa qualitativa leva em conta a interpretação, os significados das fontes de informação e o contexto. Sobre esse tipo de pesquisa, Silveira e Córdova (2009, p.31) comentam que:

A pesquisa qualitativa não se preocupa com representatividade numérica, mas, sim, com o aprofundamento da compreensão de um grupo social, de uma organização, etc.

O foco da pesquisa qualitativa é na compreensão de aspectos da realidade que não podem ser quantificados, buscando explicar as relações sociais e suas dinâmicas. Silveira e Córdova (2009, p.32) também apontam:

Os pesquisadores que utilizam os métodos qualitativos buscam explicar o porquê das coisas, exprimindo o que convém ser feito, mas não quantificam os valores e as trocas simbólicas nem se submetem à prova de fatos, pois os dados analisados são não-métricos (suscitados e de interação) e se valem de diferentes abordagens.

Considerando as formas desejáveis de se realizar esta investigação e a complexidade do universo do problema, optou-se por realizar a pesquisa

qualitativa com diferentes grupos. Foram realizadas pesquisas qualitativas com especialistas do mercado de *startups* no Brasil, fundos de *Venture Capital* brasileiros e *startups* brasileiras que receberam investimento de fundos de *Venture Capital*. Para a realização da pesquisa, foram entrevistadas três especialistas do mercado, três fundos de *Venture Capital* e duas *startups* com base em um roteiro semiestruturado que conduziu as entrevistas em profundidade e as respostas obtidas nesta etapa serviram de insumo para a realização da análise. Segundo Malhotra (2006, apud POPPY BRECH, 2002, p. 153) “a entrevista em profundidade é uma entrevista semiestruturada, direta, pessoal, em que um respondente de cada vez é estimulado por um entrevistador altamente qualificado a revelar motivações, crenças, atitudes e sentimentos sobre um determinado tópico”. Os roteiros foram construídos com base nas principais hipóteses que influenciam na gestão de uma startup após a entrada de um fundo de investimentos de *venture capital*. As informações coletadas nas pesquisas qualitativas permitiram uma percepção mais ampla para a análise do ator, suas preocupações e ambiente, proporcionando informações mais ricas e detalhadas para o atingimento do objetivo do estudo.

3.2 ESTRATÉGIA DE PESQUISA

A estratégia de pesquisa escolhida para realizar o presente trabalho foi a técnica metodológica *Snowball* (“Bola de Neve”). Essa técnica é uma forma de amostra não probabilística em que os entrevistados iniciais do trabalho indicam os próximos entrevistados e assim sucessivamente. Esse processo acontece até que seja alcançado um ponto de saturação nas respostas obtidas. O ponto de saturação é atingido quando os novos entrevistados passam a repetir os conteúdos já obtidos em entrevistas anteriores, sem acrescentar novas informações relevantes à pesquisa. Albuquerque (2009, p.21) reforça que, devido a sua estratégia de recrutamento, a metodologia *Snowball* é considerada não probabilística, tendo em vista que não é possível determinar a probabilidade de seleção de cada participante na amostra.

No caso do presente trabalho, os primeiros entrevistados foram os especialistas do mercado de *startups*. Eles foram escolhidos com base nas

diferentes atuações que executam no mercado. Buscou-se especialistas que atuassem em nichos diferentes do mercado de *startups*, sendo eles o mercado de aceleração de *startups*, o mercado acadêmico e o mercado de educação empreendedora e consultoria.

Os especialistas indicaram os fundos que seriam entrevistados e, conseqüentemente, os fundos indicaram as *startups* que forma entrevistadas. Os critérios de seleção indicados para os especialistas em relação aos fundos eram que tivessem atuação no Brasil e trabalhassem com *venture capital*. Já em relação aos fundos, a indicação foi que as *startups* já tivessem recebido pelo menos um aporte feito por um fundo de *venture capital*, podendo ou não ser uma das *startups* que o próprio fundo havia investido.

3.3 ORGANIZAÇÃO DOS DADOS

Ao longo dos encontros para entrevistas qualitativas, foram realizadas anotações e gravações – com a permissão dos entrevistados – do áudio das entrevistas. Com a gravação das conversas, foi possível fazer a tabulação a partir do roteiro em uma planilha em Microsoft Excel. Gressler (2004) afirma que a tabulação torna mais fácil a verificação de semelhanças, diferenças e relações entre os dados, permitindo assim melhor interpretação e compreensão do conteúdo estudado. A partir da tabulação foram realizadas as análises dos pontos comuns entre as entrevistas e destacados os principais aprendizados das informações coletadas.

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Após a coleta de informações a partir da realização de entrevistas em profundidade e da organização dos dados, foi possível analisar as principais conclusões trazidas pelos especialistas do mercado de *startups* no Brasil, fundos de *venture capital* e *startups* entrevistados. Com base nas respostas de cada um dos entrevistados, a análise foi feita a partir de uma divisão dos principais tópicos

comentados. Dessa forma, a análise foi dividida em sete tópicos, sendo eles: o mercado de investimento em *startups* no Brasil, a captação de investimento pelas *startups*, o processo de investimento e principais etapas, a análise de investimento pelos fundos, a forma de atuação do fundo na gestão das *startups*, a maturidade das *startups* brasileiras em relação à gestão e os desafios e recomendações para a gestão das *startups*.

ANÁLISE DOS DADOS

O presente capítulo apresentará os resultados coletados durante as entrevistas em profundidade com especialistas, fundos de *Venture Capital* e *startups*. Iniciará a apresentação com uma breve descrição sobre os entrevistados e características específicas de cada um deles. Depois disso, será apresentada uma análise com os principais pontos que surgiram nas entrevistas em profundidade, comparando a visão das três partes em sete tópicos referentes ao tema principal do trabalho.

4.1 ESPECIALISTAS DO MERCADO

Para realizar a investigação do trabalho, optou-se por começar o processo de entrevistas com especialistas do mercado de *startups* que atuam em diversas áreas desse mercado. Dessa forma, foram entrevistados um Head de *Startups* de uma empresa de educação empreendedora, um gestor de aceleração de uma aceleradora de *startups* e um pesquisador especialista em captação de recursos financeiros para *startups*.

4.1.1 Especialista E1

O ESPECIALISTA E1 é Head de *Startups* em uma empresa de educação empreendedora localizada em Porto Alegre que atua em três verticais: Inovação Corporativa, *startups* e inovação social. A empresa conta com atuação em projetos de inovação em todo Brasil, em alguns países da América Latina e nos Estados Unidos. Já realizaram mais de cento e vinte programas, atendendo mais de dez mil empreendedores e com mais de quinze mil horas de consultoria.

Na vertical de *startups*, a empresa criou uma metodologia própria de trabalho com esse tipo de empresa, com o objetivo de trazer clareza de aprendizagem empreendedora com o passo a passo para empreendedores e

empreendedoras comecem sua jornada, escalarem e estruturarem uma empresa inovadora ou para que empresas tradicionais incorporem os aprendizados das *startups* em suas organizações. Em sua metodologia de trabalho com *startups*, a empresa utiliza conceitos de *lean startup*, *customer development*, *business model* e *design thinking* para mostrar o passo a passo da criação de um negócio inovador. O objetivo da metodologia é guiar empreendedores desde a fase de ideação do negócio até o seu crescimento por meio de ferramentas práticas e de fácil implementação.

Além de atuar na coordenação das estratégias da vertical de *startups* e nos principais projetos de aceleração das *startups*, o ESPECIALISTA E1 também é fundador de uma *startup* do setor jurídico que oferece um sistema para elaboração, gestão, negociação e assinatura de contratos e documentos legais de forma totalmente digital com o objetivo de aumentar a produtividade de pequenas e médias empresas através da profissionalização e desburocratização no fluxo das informações de uma negociação contratual. É advogado pós-graduado em Direito Público e especialista em *Design Thinking*. Também possui certificado em metodologias ágeis e formação em gestão de produtos digitais.

4.1.2 Especialista E2

O ESPECIALISTA E2 é economista e especialista em captação de recursos financeiros para empresas inovadoras e *startups*. É sócio de uma empresa de consultoria na qual elabora projetos para a obtenção de recursos não reembolsáveis e reembolsáveis com foco em inovação e projetos para a obtenção de incentivos fiscais federais e regionais. Conta com experiência na captação de recursos junto aos principais bancos e agências de fomento.

Ele está diretamente ligado ao ecossistema empreendedor do Sul do Brasil. Já foi Diretor Executivo de um Parque Tecnológico dentro de uma Universidade no Rio Grande do Sul, onde chegou a participar da prospecção de mais de trinta novas empresas intensivas em tecnologia para o Parque. Além disso, é Membro do Conselho de Administração de uma Universidade no Rio Grande do Sul, no qual está inserido diretamente no meio acadêmico. Estudou

sobre capital de risco e o relacionamento de múltiplos investidores em *startups* em sua Dissertação, que foi utilizada como referência para o presente trabalho.

4.1.3 Especialista E3

O ESPECIALISTA E3 é gestor de aceleração em uma das principais aceleradoras de *startups* do Brasil. A aceleradora está situada em Porto Alegre e já realizou investimentos em mais de oitenta e seis *startups* de todo o país. Já realizaram mais de catorze milhões de reais em investimentos em *startups* e contam com mais de duzentos investidores em sua rede. A aceleradora seleciona, investe e acelera *startups* divididas em dois níveis: Pré-Operacional e Crescimento. Fazem parte do primeiro as *startups* menos maduras, com nenhum ou poucos clientes e começando o seu processo de validação. Já no segundo, se enquadram *startups* que já apresentam faturamento e clientes.

O ESPECIALISTA E3 atua como gestor de aceleração desde o início da empresa em 2013, quando também iniciou sua jornada neste mercado de *startups*. Antes de ser gestor de aceleração, o especialista também atuou na busca e seleção de *startups* a serem investidas pela aceleradora e, por isso, conta com uma vasta experiência no segmento de *startups*. Presta consultoria para as empresas que fazem parte do portfólio da aceleradora.

4.1.4 Perfil dos Especialistas

Os especialistas entrevistados têm experiências e conhecimentos distintos dentro do mercado de *startups*. Todos possuem um vasto conhecimento do mercado de *startups* no Brasil e do seu funcionamento, porém não trabalham, necessariamente, diretamente com investimentos de fundos de *Venture Capital* em *startups*. Os especialistas são um gestor de aceleração de uma aceleradora reconhecida nacionalmente, um economista que trabalha com consultoria para *startups* e auxilia as mesmas na captação de recursos públicos e privados e, por

fim, um *head* de *startups* em uma empresa de educação empreendedora. Todos estão localizados no Rio Grande do Sul, porém com atuação nacional.

4.2 FUNDOS DE VENTURE CAPITAL

Após a realização de entrevistas com os especialistas do mercado, iniciou-se o processo de entrevistas em profundidade com Fundos de *Venture Capital*, representadas por seus gestores de fundo ou analistas de *Venture Capital*. Durante as entrevistas com os especialistas, foi solicitado que indicassem alguns fundos para a realização desta etapa da pesquisa. Após a indicação de diversos fundos, foram realizadas entrevistas com três fundos de diferentes perfis, todos brasileiros.

4.2.1 Fundo F1

O FUNDO F1 foi uma das primeiras gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital* do Brasil, apoiada por uma iniciativa de empresários do Rio Grande do Sul para investir em participações em empresas. A empresa foi pioneira, pois na época de criação da mesma o termo *Venture Capital* ainda era muito pouco conhecido no país. A partir de mil novecentos e noventa, a empresa se torna oficialmente uma gestora de recursos, tornando-se um fundo propriamente dito. Atualmente possuem três áreas de atuação: *Venture Capital*, *Private Equity* e consultoria para fusões e aquisições.

A entrevista foi realizada com o gestor do fundo, que trabalha na empresa há mais de quinze anos e já passou por diversas áreas. O gestor faz parte do conselho de administração de diversas empresas investidas pelo fundo e é hoje um dos principais executivos do negócio. Conta com uma vasta experiência no mercado de *Private Equity* e *Venture Capital*, atuando em mais de quarenta operações ao longo dos últimos treze anos.

Ao longo da história do fundo, foram mais de cem investimentos realizados em empresas. Atualmente, a empresa possui um portfólio de vinte

empresas investidas, sendo seis em modelo *Private Equity* e catorze em modelo *Venture Capital*. A empresa conta atualmente com seis sócios, entre executivos e fundadores do negócio e ao todo são dez colaboradores que atuam nas diversas áreas da empresa.

A tese do fundo de investimentos muda muito de acordo com as rodadas de investimento que fazem, por conta da situação atual do mercado no momento em que iniciam as rodadas de investimento e também por aprendizados que surgem ao longo da experiência do fundo anterior e são implantadas no fundo seguinte. Em relação ao último fundo aberto pela empresa, que foi feito em parceria com outras empresas do estado de Santa Catarina, a tese é multisetorial, com foco em *startups* regionais localizadas nos três estados da região sul do Brasil ou no Estado de São Paulo e com tamanho de empresa limitado aos participantes de rodadas *seed* e *pré-seed*.

Os principais *cases* de investimento do fundo são uma empresa que produz um software para pontos de venda focada em pequenos varejos e uma empresa que produz um software para vendas. Em relação ao primeiro *case* citado, o fundo realizou o investimento em uma rodada *seed* e a empresa obteve um crescimento interessante, atingindo mais de dez mil clientes. Em 2019, o fundo vendeu sua participação para a maior empresa brasileira do segmento, obtendo lucro na operação. No segundo caso, o fundo investiu em uma rodada de *pré-seed*, em um momento bem inicial da empresa. Ao longo dos últimos anos, a empresa teve um crescimento acelerado e o fundo estima um retorno muito bom em termos financeiros para o negócio.

Em relação à visão de futuro do negócio, o objetivo é encerrar o processo de investimento do fundo que está em aberto e, após isso, iniciar uma nova captação de recursos para abertura de um novo fundo com uma tese diferente. Em relação ao fundo que está em aberto, se limita a um investimento de até vinte milhões de reais por empresa e realizou o investimento em quinze empresas. Das quinze empresas investidas, já executaram a saída em duas delas e tiveram duas perdas, por encerramento das operações da *startup* investida ou quebra da empresa. Atualmente estão em processo de crescimento acelerado com algumas empresas do portfólio e desinvestimento de outras.

4.2.2 Fundo F2

O FUNDO F2 está situado na cidade de São Paulo e já conta com quase vinte anos de história e experiência em investimento em *startups* no Brasil. Teve seu primeiro fundo para investimento em companhias em estágio inicial e de crescimento acelerado em 2002. Desde lá, já realizaram ao longo da sua operação quarenta e quatro investimentos em *startups* e atualmente contam com pouco mais de um bilhão de reais em ativos sob gestão.

A entrevista foi realizada com um dos analistas de investimento em *Venture Capital* da empresa que trabalha há mais de dois anos participando do processo de investimentos do fundo em *startups* e representando o fundo nos conselhos de administração de algumas das empresas em *early stage* investidas pelo fundo. O entrevistado tem formação na área de tecnologia e já conta com experiência prévia no mercado de *startups*, trabalhando em uma das principais *startups* a nível global. Além disso, é mentor de *startups* e investidores-anjo.

Atualmente contam com seis fundos, sendo quatro deles focados em *late ventures*, onde investem um valor maior em empresas mais consolidadas, geralmente em rodadas de investimento mais avançadas e dois deles sendo focados em *early ventures*, onde investem em rodadas mais iniciais de investimentos em empresas menores com potencial de escala. A maioria dos investimentos é realizada em empresas brasileiras, mas, ao longo dos últimos anos, o fundo aumentou seu interesse em contar com empresas em escala global. No último fundo aberto pela empresa de *Venture Capital*, realizaram investimentos em empresas de outros países, como Grécia, Alemanha e Estados Unidos. Atualmente, a empresa conta com vinte colaboradores, sendo dez deles envolvidos diretamente com a parte de investimentos em empresas e outros dez na parte operacional do negócio.

Em relação à tese de investimentos, a empresa passou por diversas mudanças durante todos seus anos de operação e experiência no mercado. Antigamente, o fundo era agnóstico, pois o mercado ainda era muito imaturo e não existia um *deal flow* como hoje. Nesse caso, os investimentos eram feitos

em qualquer tipo de estágio ou tamanho do cheque, focando em empresas de tecnologia. Ao longo do tempo a empresa moldou sua tese de investimentos, pois teve várias empresas de software investidas, então hoje buscam empresas com potencial grande de escalada que estão prestes a embarcar em um ritmo de crescimento rápido. Em geral, essas empresas se enquadram em rodadas de Série A, mas também existe uma verba separada para investimentos em rodadas de *Seed*, caso exista algum fundador muito acima da média que chame atenção dos investidores. A prática principal e mais comum do fundo é de investimentos que giram em torno de três a cinco milhões de dólares. São bem variados em relação a vertical dos negócios, pois contam com empresas de logística, aulas de inglês online e outras no portfólio, porém sempre com foco em empresas que tenham soluções tecnológicas.

Os principais *cases* de empresas investidas são uma empresa de automação de *software* para marketing digital e uma empresa de *software* para gestão de *devices* para o ambiente educacional. Em relação ao primeiro *case*, o fundo realizou o investimento quando ainda não existiam concorrentes no mercado da *startup* investida, mesmo existindo um grande mercado a ser explorado. O modelo de negócios da *startup* funcionou muito bem e recentemente captaram mais de cinquenta milhões de dólares em uma nova rodada de investimentos. O fundo ainda faz parte do negócio e a tendência é que a empresa se encaminhe para uma oferta pública inicial (*IPO*) nos próximos anos. Já em relação ao segundo *case*, o fundo entrou no negócio quando a empresa ainda estava em um estágio inicial de negócio. Depois de vender uma das operações, a empresa brasileira se transferiu para os Estados Unidos, onde estruturaram melhor seu modelo de negócios, exploraram um novo mercado tiveram um crescimento muito acelerado. Atualmente, faturam cerca de vinte milhões de dólares por ano e possuem um negócio muito rentável, que torna a participação do fundo um caso de sucesso para o mesmo.

O FUNDO F2 se considera diferente de outros fundos tradicionais, pois possuem um portfólio mais concentrado. Enquanto o mercado trabalha com uma média de vinte empresas investidas por fundo, eles possuem uma média de sete a dez empresas investidas. Isso acaba gerando mais risco de portfólio. Decidiram fazer essa mudança pensando na tese, porque acreditam que, a partir

do momento em que se especializam em um mercado específico, criam uma eficiência operacional e conseguem, por conta de uma experiência grande no segmento, fazer uma análise mais acelerada e melhor do que os outros fundos. Nesse caso, errando menos do que os outros.

A sua visão de longo prazo é de continuar olhando para modelos de *capital and fishing*, que, no segmento de empresas de tecnologia, demandam menos investimento para obter o retorno esperado por serem menos intensivos em relação a consumo de capital. Para o longo prazo continuam com a mesma tese, mas olhando para empresas que trabalhem com inteligência artificial, para um ganho estratégico e também por questão de facilidade de saída do negócio. O fundo pretende explorar novas teses para investimentos em rodadas *seed* como forma de teste para aplicação futura em investimento maiores, como tecnologias *open source*, *fintechs* e *deals* de patente. Com a entrada de um novo fundo que está baseado nos EUA, um caminho que tendem a intensificar ao longo dos próximos anos é de explorar a expansão das *startups* investidas para o mercado americano e internacional através de conexões e *networking* que o fundo possui.

4.2.3 Fundo F3

O FUNDO F3 é um fundo brasileiro que faz sua captação em dólares e investe apenas em *startups* estrangeiras, principalmente localizadas em Israel e Estados Unidos. Todo o dinheiro do fundo é captado no Brasil e quase todos os investidores que compõe o fundo são brasileiros. É uma gestora de recursos que, atualmente, investe apenas em negócios em estágio inicial.

A entrevista foi realizada com um dos analistas em *Venture Capital* da empresa. Com formação na área de negócios, o entrevistado trabalha há cerca de um ano e meio no mercado de investimentos de *Venture Capital*. Conta com uma experiência em empresas de tecnologia, tendo trabalhado em uma das maiores empresas de tecnologia do mundo antes de entrar para o FUNDO F3.

Atualmente, a empresa de *Venture Capital* tem sob gestão, contando as três captações de fundo que fizeram, mais de sessenta milhões de dólares em ativos. No momento, estão finalizando o processo de captação de recursos para o seu terceiro fundo e iniciando o processo de investimento das *startups* que vão compor ele. O primeiro fundo da empresa foi um fundo piloto, bem menor que o atual e com investimentos menores em *startups*. Já no seu segundo fundo, investiram vinte milhões de dólares e conseguiram a sua primeira saída.

Em relação à tese de investimentos, a empresa realiza investimentos apenas em negócios *B2B* (*business to business*) em Israel e Estados Unidos. Possuem preferência nos setores de agro, *fintech*, saúde, *cybersecurity* e *enterprise software*. Atuam majoritariamente em rodadas de Série A, mas possuem em sua estratégia uma margem para fazer investimentos, quando necessário, em empresas em rodadas de Série B e *Seed*. Por estar no Brasil e investir fora, seu foco é ajudar as empresas na expansão internacional, principalmente *startups* americanas e israelenses na sua expansão para a América Latina. Uma curiosidade sobre o FUNDO F3 é que hoje a média de idade dos fundadores das empresas que são investidas no seu portfólio é de quarenta anos. Não há pontos de exclusão no processo de investimento por ser uma empresa com fundadores jovens, inclusive possuem empresas com fundadores muito jovens, mas preferem, em geral, fundadores com cerca de cinquenta anos que já foram executivos de grandes empresas ou fundaram outras *startups* antes. Outra questão de preferência no investimento, mas que não se caracteriza como um fator de exclusão, é a quantidade de fundadores da *startup*. Preferem negócios que contam com mais de um fundador, pois acreditam que existe um potencial maior de crescimento nesses casos.

4.2.4 Perfil dos Fundos de Venture Capital

Os fundos entrevistados foram indicados, conforme estratégia de pesquisa utilizada no presente trabalho, pelos especialistas do mercado de *startups*. São fundos de *Venture Capital* que já contam com uma presença sólida no mercado e têm perfis de investimentos diferentes entre si. O Fundo F1 está

localizado em Porto Alegre, conta com atuação e investimento em empresas localizadas nos estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina e São Paulo, já está no seu terceiro fundo de investimento em *startups* e investe em rodadas de *seed* e *pré-seed*. O Fundo F2 está localizado em São Paulo, conta com atuação e investimentos em todo o país, já possui seis fundos de investimento e faz diferentes tipos de investimento, desde empresas em *early stage* até investimentos em empresas já consolidadas, os chamados *late ventures*. É um fundo que investe valores maiores que o Fundo F1. O Fundo F3 é um fundo brasileiro, porém captado em dólar e com atuação e investimento em empresas internacionais, majoritariamente em Israel e nos Estados Unidos. É um fundo que investe em empresas de B2B em rodadas de Série A. Investem valores superiores aos outros fundos entrevistados e tem por principal característica a *expertise* em ajudar suas *startups* investidas na entrada no mercado brasileiro.

4.3 STARTUPS

Após a realização de entrevistas com os fundos de *venture capital*, foram realizadas entrevistas em profundidade com *startups* que já haviam recebido investimentos de fundos de *venture capital*, representadas por seus fundadores. As *startups* entrevistadas foram indicadas pelos gestores ou analistas dos fundos entrevistados anteriormente.

4.3.1 Startup S1

A *STARTUP S1* é uma empresa de tecnologia que produz uma solução de software para comunicação empresarial *open source*, ou seja, que contém seu código fonte aberto e com utilização livre por qualquer pessoa, criando uma comunidade de desenvolvedores que ajudam o produto a melhorar em todo o mundo. A *startup* foi fundada em 2017 e tem uma história bem diferente da média do mercado, tendo recebido um grande investimento de um fundo americano sem ter o produto desenvolvido nem validado. Com o aporte, cerca de um ano depois entraram no mercado com a solução final.

A empresa possui uma história bem particular. O fundador da *startup* era dono de outra empresa de *software* que produzia soluções de CRM para empresas. Surgiu, então, uma demanda de um de seus para desenvolver uma nova ferramenta de comunicação empresarial. O fundador iniciou uma jornada para o desenvolvimento de um software de comunicação, mas logo enfrentou uma barreira de tamanho e conhecimento da equipe que sua empresa possuía. Por ser um projeto muito complexo e que demandava muito esforço e conhecimento técnico, surgiu a ideia de abrir esse projeto para a comunidade global de desenvolvedores, tornando-o um projeto *open source*. O objetivo era desenvolver um produto mais rápido, pois seria apenas um produto adicional ao principal software que a empresa já vendia. O que aconteceu foi que muitas empresas e o próprio mercado como um todo começaram a ver muito valor no projeto *open source* que havia sido desenvolvido. No momento em que o projeto se tornou conhecido no mercado de tecnologia *open source* global, um fundo de *venture capital* americano contatou a empresa para conhecê-la. Devido à popularidade e tração que o projeto *open source* estava oferecendo ao negócio, o fundo fez uma oferta de investimento de cinco milhões de dólares em uma rodada de Série A. Isso tudo aconteceu apenas pouco mais de um ano depois que o fundador iniciou o projeto de software de comunicação *open source*.

Depois da entrada do fundo, foi constituída a empresa e levou cerca de dezoito meses para constituir o produto *enterprise*. Iniciaram sua comercialização em 2018 e um processo de crescimento muito intenso. Demoraram cerca de um ano para chegar em um milhão de dólares de receita recorrente e depois que começaram a estruturar uma parte de vendas bem mais robusta e especializada, fazendo com que atingissem três milhões de receita recorrente.

Existe um único sócio fundador na *startup* e um fundo de investimentos americano que é sócio do negócio e possui trinta por cento da empresa. Uma curiosidade do negócio é que é comum, quando ocorre a entrada de um fundo de investimentos em um negócio em escala inicial, que os fundos americanos solicitem que seja separado um percentual da empresa para fazer *stock option pull*. Ou seja, uma parte da empresa, quinze por cento, foi separada para distribuir entre os funcionários. Atualmente são sessenta e cinco colaboradores

e com previsão de ainda aumentar esse número até o final de 2020. Já em relação ao mercado do negócio, apenas 5% dos clientes da plataforma são brasileiros. O foco do negócio é na operação internacional, principalmente no mercado americano, que representa 40% da receita, e no mercado asiático, que representa 30% da receita.

No momento, estão em busca de uma nova captação de investimentos, dessa vez no valor de quinze milhões de dólares. O objetivo é escalar ainda mais o negócio e se tornar mais competitivo no mercado internacional, que é o foco da empresa. Dessa forma, o maior desafio vivido atualmente é de comprovar que o projeto de *open source* gratuito se transformou seu negócio em uma empresa lucrativa. O fundador acredita que a internet é construída em cima de tecnologias distribuídas. Dessa forma, a empresa aposta que possa ser uma das empresas de tecnologia que permite a descentralização da comunicação na internet.

4.3.2 Startup S2

A *STARTUP S2* é uma empresa que desenvolve uma plataforma de criação de aplicações sem programação. São *apps* com foco soluções para negócios B2B (*business to business*), como automações de equipe de vendas, automações de logísticas, auditoria e gestão de pessoas. A plataforma foi gerada a partir de uma *spin-off* de uma empresa de ERP na qual o fundador da *startup* fazia parte. Essa operação foi lançada em 2011, mas a empresa passou por algumas mudanças em 2013, quando uma grande empresa do setor investiu na *startup* tornando-se sócia da mesma. Em 2015 iniciaram a busca por investimentos, que culminaria na saída da empresa que havia investido no negócio anteriormente. Em 2016, receberam investimento de um fundo de investimentos no negócio. A *startup* foi fundada por um único sócio, mas hoje conta com outros três sócios executivos e investidores.

Atualmente, possuem cerca de trezentos e cinquenta contratos ativos, que representam pouco mais de duas mil empresas atendidas com as soluções, feitas também através de parceiros. São em torno de duzentos mil usuários que

utilizam as suas soluções. Aproximadamente 90% da receita é recorrente e isso mostra a saúde financeira do negócio. Possuem clientes em diversos segmentos e que são referências nos seus respectivos mercados. Contam com pouco mais de sessenta colaboradores na empresa.

As soluções para os clientes são todas construídas pelo time da própria *startup*. O fundador acredita que esse é um modelo de negócios em que o cliente se torna muito dependente do time de desenvolvimento da *startup*. Por isso, possuem uma visão de longo prazo em que um dos principais desafios é dar mais autonomia para os clientes com os direcionamentos certos para que eles mesmos executem a criação das aplicações dentro da plataforma da *startup*.

4.3.3 Perfil das Startups

As *startups* entrevistadas foram indicadas pelos entrevistados dos fundos de investimento. As duas empresas respondentes estão localizadas no Rio Grande do Sul e já receberam investimento de fundos de *venture capital*. Ambas captaram uma rodada de investimentos através desse tipo de fundo e estão, no momento, iniciando a preparação para captação da próxima rodada com fundos de *venture capital*. Trata-se de duas empresas de tecnologia que oferecem serviços B2B e foram fundadas por empreendedores com *background* na área de tecnologia. A diferença entre elas é que a *Startup S2* conta com uma operação nacional consolidada e com mais tempo de mercado, enquanto a *Startup S1* conta com uma operação internacional, não tendo o Brasil como principal mercado, e recebeu investimentos de um fundo de *venture capital* americano.

4.4 ANÁLISE COMPARATIVA ESPECIALISTAS X FUNDOS X STARTUPS

Com base nas respostas dos especialistas de mercado, fundos de *venture capital* e *startups*, a análise das respostas foi feita com a compilação dos principais assuntos abordados em sete tópicos, sendo eles: o mercado de

investimento em *startups* no Brasil, a captação de investimento pelas *startups*, o processo de investimento e principais etapas, a análise de investimento pelos fundos, a forma de atuação do fundo na gestão das *startups*, a maturidade das *startups* brasileiras em relação à gestão e os desafios e recomendações para a gestão das *startups*.

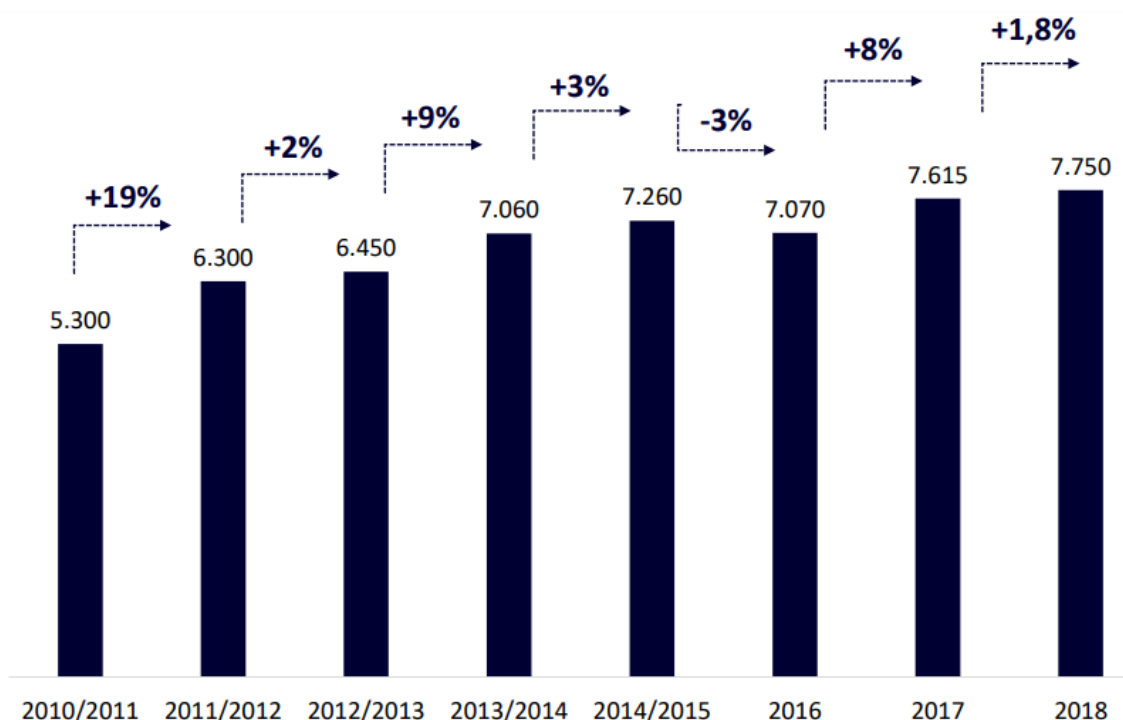
4.4.1 Mercado de investimento em *startups* no Brasil

Para ajudar a entender o funcionamento do mercado de investimentos em *startups* no Brasil, o ESPECIALISTA E1, explica que existe uma trilha de investimentos de risco. Essa trilha se inicia com a família, amigos e tolos, como são chamadas as pessoas que não entendem de investimento, mas que auxiliam os empreendedores investindo nos negócios mesmo sem saber como funciona e sem exigir retorno sobre o investimento. Geralmente, investem em uma fase inicial da ideia. Depois disso, começam a aparecer os investidores-anjo e aceleradoras, que investem nas *startups* em um estágio mais inicial, porém com uma certa estrutura e comprovação do modelo de negócios. Conforme as *startups* vão crescendo, a tendência é que entrem novos agente, como os investidores-anjo que aportam valores maiores e as plataformas de *equity crowdfunding*. Esse também é um momento que, em geral, as aceleradoras já não estão mais presentes. Depois disso, entram em cena os fundos de investimento, que possuem diversos níveis de investimento, passando desde capital semente, em fases mais iniciais, até as rodadas que seguem a lógica de séries (A, B, C, D...). Essa trilha resumida auxilia no entendimento do mercado e de sua estruturação e divisão até o momento em que o presente trabalho é feito.

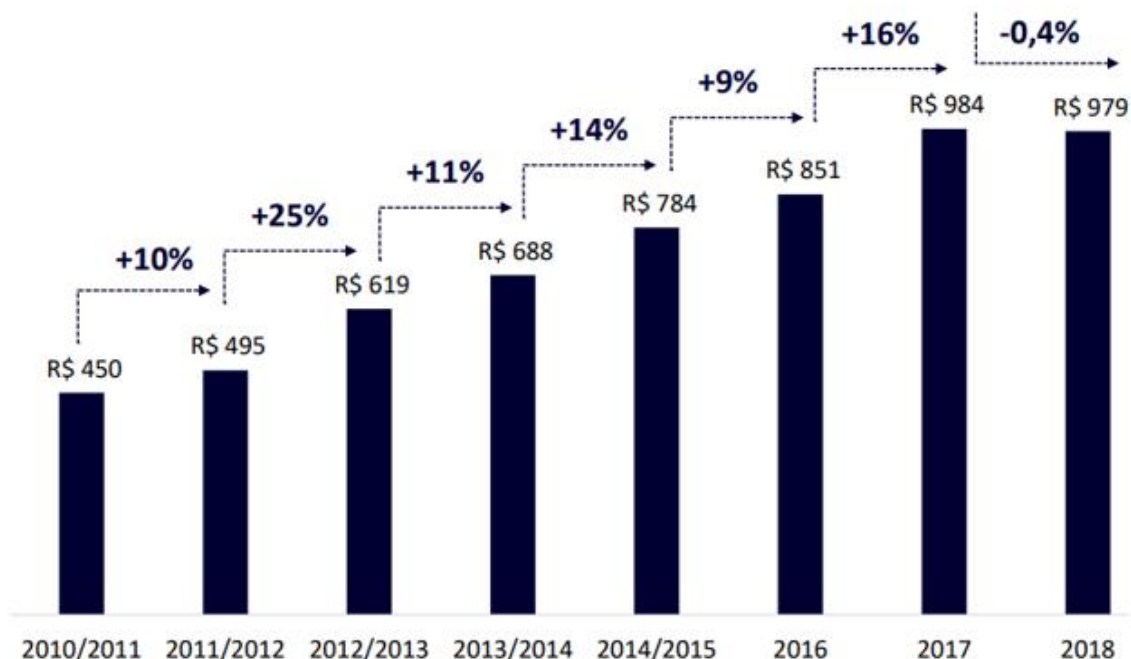
Todos os entrevistados percebem que o mercado de investimentos em *startups* no Brasil vem crescendo nos últimos anos. Para comprovar isso, os entrevistados trouxeram diversas visões e acontecimentos do mercado que nos permitem concluir que de fato há um crescimento no mercado. De acordo com o ESPECIALISTA E2, um dos exemplos que mostra esse crescimento do mercado no país é o aumento do número de *startups* brasileiras que ultrapassaram um

bilhão de dólares em valor de mercado, as chamadas *startups* “unicórnio”. De acordo com o portal *Startup Base* (2020), o Brasil conta hoje com onze *startups* desse tipo, sendo que cinco delas atingiram esse valor de mercado no ano de 2019. O especialista complementa que esse é um movimento que chega tarde no país, mas que cresceu muito nos últimos anos. Outro ponto que nos mostra o crescimento do mercado é o aumento do número de pessoas que investe em *startups* através de investimentos-anjo, aceleradoras e plataformas de *equity crowdfunding*. De acordo com o ESPECIALISTA E2, isso mostra o quanto as pessoas estão compreendendo o mercado e o quanto há de dinheiro disponível no mercado. Uma pesquisa realizada pela Anjos do Brasil (2019), confirma o que dizem os entrevistados em relação ao crescimento do mercado de investimento-anjo no país.

Figura 6: Crescimento do Número de Investidores Anjo no Brasil



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

Figura 7: Crescimento do Valor em R\$ Milhões do Investimento Anjo

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

Em relação à maturidade do mercado de investimentos em *startups* no Brasil, os especialistas consideram que parte do mercado já está bem maduro e entende como tudo funciona, enquanto uma outra parcela ainda é muito imatura e inexperiente. De acordo com o ESPECIALISTA E2, podemos dividir os investidores de *startups* em duas categorias: institucionais e informais. Os investidores institucionais são, majoritariamente, os gestores de fundos de *venture capital*. Em geral, são muito bem relacionados nesse mercado e entendem bem como funciona o mercado, todas as etapas de um ciclo de investimentos, cada uma das novas rodadas de investimento que possam existir e o efeito da diluição ao longo do tempo. Ou seja, essa é uma categoria mais preparada e madura do mercado. Por outro lado, existe um volume muito maior de investidores informais, que são os investidores-anjo, empresas pequenas que entram no mercado, pessoas que criam grupos de investidores e outras pessoas entusiastas que não conhecem muito sobre o tema. Existe uma tendência de que essas pessoas que entram no mercado comecem a amadurecer com o tempo, entendendo como o mercado funciona e fazendo negócios melhores.

Isso tudo faz com que o mercado de investimentos em *startups* no Brasil cresça no longo prazo.

O ESPECIALISTA E3 também concorda com o que os outros especialistas comentaram e utiliza uma comparação com os Estados Unidos em relação ao mercado de tecnologia. No mercado americano, esse tipo de empresa representa uma grande parcela do PIB (Produto Interno Bruto) do país, enquanto no Brasil essa parcela ainda é muito pequena. Isso nos dá uma margem de crescimento muito alta, que tende a gerar novas oportunidades ao longo dos próximos anos. Para o ESPECIALISTA E1, uma prática bem comum no mercado que comprova o quanto ele vem amadurecendo nos últimos anos é a presença de um movimento circular de quem participa desse mercado. Um grande exemplo são os empreendedores que já receberam auxílio ou investimento de uma aceleradora ou fundo de *venture capital* e retornam para o mercado como investidores desses modelos de investimento. Isso, de acordo com o especialista, fomenta o crescimento do mercado. O especialista aponta que "*o mercado brasileiro está cada vez mais entendendo o que é uma startup e como funciona uma startup*".

Outro ponto que exemplifica essa dualidade do mercado, em que parte dele já está maduro, enquanto outra parte ainda é muito imatura e despreparada, é a relação entre o valor total disponível para investimento e o número de *startups* qualificadas para receber esses investimentos. De acordo com os entrevistados, existe muito recurso disponível no mercado, mas poucas *startups* realmente preparadas para receberem esses recursos.

O dinheiro existe, o que falta são negócios bons para receber o dinheiro. Não se tem tanto negócio bom, como se tem dinheiro disponível no mercado.
(Especialista E1)

Eles comentam também que as *startups* precisam saber mais sobre como funciona o mercado de investimentos antes de iniciar sua captação. É importante que os empreendedores entendam o que interessa os investidores para que consigam captar mais recursos e fazer negociações melhores. Muitas vezes os

empreendedores não disponibilizam seu tempo para estudar sobre a captação de recursos e acabam ficando despreparados para receberem o aporte.

Outro ponto muito importante em relação ao mercado brasileiro de investimentos em *startups* é a falta de liquidez, principalmente quando comparada com outros mercados. Para o ESPECIALISTA E3, isso é o principal problema do mercado hoje. Ele acredita que quando há um retorno do investimento feito, isso retroalimenta o mercado. Quanto mais rápido esse ciclo acontece, mais rápido cresce o mercado. Para exemplificar essa falta de liquidez, o especialista, que é gestor de aceleração de uma das principais aceleradoras do país, comenta que ainda não obtiveram retorno sobre o investimento de uma turma de *startups* aceleradas em 2013. Ainda existem quatro *startups* em operação e o principal desafio da aceleradora como investidores do negócio é a saída. Os especialistas também comentaram que quando há liquidez no mercado, o modelo de negócio dos fundos de *venture capital* funciona muito bem e, conseqüentemente, aumenta o número de fundos, *startups*, investimentos e empregos.

A educação do mercado também foi um ponto trazido por alguns dos entrevistados. Eles comentam que, por conta do crescimento do mercado e da entrada de mais agentes despreparados e *aventureiros*, é importante educa-los de maneira correta para que o mercado siga evoluindo. De acordo com o ESPECIALISTA E1, há muitas pessoas entrando no mercado de investimento em *startups* por conta da dificuldade de sucesso em outros tipos de investimento, principalmente pela situação econômica atual do país. Existe uma tendência de que, com a falta de preparação, essas pessoas façam maus negócios e se decepcionem com o mercado. Por isso a importância da educação dos agentes do mercado.

Educar o mercado de investimento de risco, ter formação para os investidores, ajuda o investidor a investir melhor, a startup receber aquilo que efetivamente está de acordo com o momento dela. (Especialista E2)

Essa falta de educação não é apenas para os pequenos investidores, mas também para os empreendedores, conforme citado previamente. Os empreendedores têm dificuldade de entender como funciona o investimento de risco, como funciona o mercado, governança, gestão de risco do negócio e projeções para identificar o *valuation* do seu negócio. Existe um foco muito grande em identificar como crescer, mas os empreendedores não pensam em aspectos mais básicos de uma captação de investimentos, como uma tese de investimento que querem receber, como pretendem receber esse investimento e nem quais seriam os melhores fundos que poderiam investir neles. De acordo com o gestor do FUNDO F2, a situação educacional do país como um todo também influencia nesse aspecto específico. Ele comenta que "*temos um problema na educação e isso é um problema estrutural que acaba impactando, de certa forma, nas startups*".

Quando questionados sobre quais os principais fundos de *venture capital* que possuem atuação no Brasil, os principais nomes citados foram: Monashees, Kaszek, SoftBank, Astella, Canary, DGF e CRP. Os especialistas e representante dos fundos entrevistados, comentaram que citaram esses nomes principalmente por conta do portfólio que apresentam. Isso mostra também a importância do portfólio de um fundo na decisão de uma *startup* sobre receber ou não o aporte de determinado fundo. Conseqüentemente, comentam, são os fundos que também mais aparecem nas mídias. Em relação às principais *startups* que receberam investimento no Brasil, principalmente focando na região sul do país, citaram empresas como Warren, Triider, Aegro, Aquiris e Zenvia. São as *startups* que, para eles, possuem mais destaque no mercado.

Por fim, os entrevistados também comentaram sobre as diferenças em relação ao mercado de investimentos em *startups* no Brasil quando comparado com mercados no exterior. Alguns dos pontos citados anteriormente no trabalho nos mostram que o mercado de investimento em *startups* ainda está em um estágio inicial no país. Ainda é recente o crescimento de investidores-anjo, fundos de investimento, aceleradoras e outros agentes desse mercado, quando comparado a outros lugares do mundo. Ainda é mais difícil captar investimentos aqui, pois, além de menos investidores, ainda falta educação sobre o mercado para que ele aconteça da melhor forma.

Outra característica do mercado brasileiro é que, em geral, os cotistas dos fundos de *venture capital* exigem assento no comitê de investimentos, algo que é bem diferente do que ocorre nos EUA, onde os cotistas em geral dão mais liberdade e terceirizam totalmente as escolhas para os gestores do fundo. Existe também uma diferença na etapa de *due diligence* feita pelos fundos durante o processo de investimento nas *startups*. Para o mercado americano é uma parte bem mais completa, com averiguação, análise da empresa, entendimento aprofundado sobre o negócio e pesquisa de mercado, enquanto no Brasil entram apenas as questões jurídicas e contábeis. Ainda foi apontada a diferença na quantidade de bons profissionais disponíveis no mercado. Ela é bem menor do que em países como nos Estados Unidos. Isso também pode ser associado à questão estrutural de educação que foi comentada por um dos especialistas anteriormente. A liquidez, como já foi apontada como um problema no mercado brasileiro, também é algo que nos difere de outros mercados. De acordo com o analista do FUNDO F3 “*O mercado de fora é muito mais líquido. Em Israel, por exemplo, tem um exit acontecendo por dia. No Brasil temos um exit por ano*”. A consequência dessa falta de liquidez no mercado brasileiro gera problemas também para as empresas que são investidas por fundos. O analista do FUNDO F3 comenta que esse um desses problemas é a necessidade de uma saída para se obter o retorno por parte do fundo. Isso dificulta o trabalho dos empreendedores, pois os fundos já entram no negócio pensando em como venderão a sua parte e, muitas vezes, acabam pressionando os fundadores das *startups* em demasia, gerando problemas para a empresa.

4.4.2 Captação de investimento pelas *startups* brasileiras

Em relação à captação de investimento feita pelas *startups*, um ponto que todos os entrevistados comentaram foi a questão do maior reconhecimento de uma *startup* que recebeu investimento pelo mercado. O ESPECIALISTA E1 comenta que “*existe essa fantasia do investimento por parte das startups*”. Há um pensamento comum no mercado de que os negócios que captam investimento são melhores que outros que não captam. Nem sempre isso é verdade. Existem muitos negócios que crescem de forma muito mais saudável

e, às vezes, até mais rápida sem a necessidade de captação de recursos. Para os especialistas, inclusive, as melhores *startups* são aquelas que conseguem crescer de forma acelerada sem a captação de investimento. Mesmo assim, comentam que quando uma *startup* recebe um investimento através de um fundo de *venture capital* o mercado olha de uma outra forma para a empresa, principalmente quando o investimento é feito por um fundo conhecido. Os gestores e analistas dos fundos entrevistados citaram o fato de que a entrada de um fundo é muito positiva para a imagem da *startup* no mercado, pois passa mais segurança para investidores, credores, clientes e concorrentes. Isso gera um impacto muito positivo principalmente em negócios B2B e aumenta a facilidade para contratar pessoas e atrair talentos. Apesar de todas essas vantagens, os especialistas comentam que ainda existem muitos empreendedores que buscam investimento apenas para ter essa percepção diferente do mercado, não pensando tanto no negócio em si. O ESPECIALISTA E3 comenta que tem “*a impressão de que os empreendedores buscam muito os fundos por conta da grife*”.

A falta de preparação de muitas *startups* no processo de captação de investimentos é nítida. Ela está diretamente relacionada à falta de educação que existe no mercado brasileiro e que foi abordado anteriormente, porém não é o único fator. A busca por investimentos pode ser feita de forma ativa, quando a *startup* vai até o investidor para apresentar o negócio, mas também pode ser passiva do ponto de vista do empreendedor, quando o fundo vem até a *startup* com uma proposição de fazer o aporte. Esse caso não é muito comum, mas acontece no mercado. O ESPECIALISTA E1, que atualmente é especialista em *startups* em uma empresa de educação empreendedora, mas também é fundador de uma *startup*, comentou que “*o processo que aconteceu surgiu de maneira muito aleatória*”. Para os fundadores das *startups* S1 e S2 o processo também foi assim. Esse, porém, não é o padrão do mercado. É necessário muito preparo para fazer a captação de um investimento com fundos de *venture capital*.

As *startups* têm se preparado cada vez mais para fazerem captações de investimento. Alguns pontos que são comuns nesse processo é a criação de um *pitch deck* com todas as informações relacionadas ao negócio e, principalmente, o controle de todas as métricas e indicadores da empresa em suas mais diversas

áreas. O ESPECIALISTA E2 afirma que esse controle e análise de informações é muito importante para a própria operação do negócio, mas que muitas *startups* apenas organizam os dados para fazer a captação. Segundo o especialista, “a empresa que faz isso só para mostrar aos investidores, tá na cara que não faz isso de forma recorrente”. Com base nessas colocações, os especialistas e representante dos fundos comentam que as *startups* que estão mais preparadas para receber um investimento e, conseqüentemente, conseguem fazer negócios melhores são as que possuem um responsável dentro da empresa para executar a captação e que encaram isso como um processo contínuo dentro da estrutura da *startup*:

As startups mais preparadas são as que fazem um trabalho contínuo de captação (Especialista E2)

Alguém tem que ser dono do processo. (Especialista E2)

Para desenvolver esse processo, os representantes do fundo explicam que ele acontece de forma similar a um processo de vendas. O empreendedor precisa criar um funil de prospecção e captação de recursos para saber exatamente o status da negociação com cada um dos fundos. Isso também acaba sendo avaliado pelo fundo. Se uma pessoa não consegue gerir o seu próprio funil para captação, não passa confiança para gerir o dinheiro do investimento. Além disso, é preciso estudar sobre a tese de cada fundo para saber se se encaixa com os objetivos da *startup*. O fundador da *STARTUP S2*, comentou que durante o processo da sua segunda captação de investimentos, por já ter recebido um investimento de *corporate venture* anteriormente, foi muito mais simples e rápido. A *startup* já estava toda estruturada para receber esse investimento, com conselho de administração montado e todas políticas de governança estruturadas. Um ponto decisivo de escolha do fundo com o qual faria negócio foi justamente o alinhamento entre objetivos da *startup* para o aporte e a tese de investimentos e visão do fundo. Nesse processo de alinhamento é importante atentar para dois pontos: o desejo do empreendedor em crescer, pois ele precisa saber as conseqüências da entrada de um fundo de investimentos no seu negócio, e a *expertise* do fundo, para garantir que o fundo

tem experiência e conhecimento necessário para acelerar o crescimento de determinada *startup* naquele nicho de mercado específico. O fundador da *STARTUP S1* exemplificou isso falando sobre o processo de investimentos que estão realizando no momento. Estão em busca de um aporte alto para fazer um expansão no mercado internacional. Dessa forma, ele ratifica a importância do fundo em ter o conhecimento necessário para auxiliá-los nesse processo específico.

Por fim, outro ponto importante que foi muito comentado em relação à captação de recursos feita pelas *startups* foi o que motiva as *startups* a iniciarem um processo de captação de investimentos através de um fundo de *venture capital*. Em geral, o que motiva as *startups* a captarem recursos é a necessidade de crescimento e escala do negócio. Isso acaba sendo revertido diretamente para marketing, vendas, contratação de pessoas e expansão geográfica. O gestor do FUNDO F1 afirma que “essa é a primeira pergunta que fazemos para uma *startup* que busca investimento em uma nova rodada”, mostrando a importância de se ter essa definição antes de buscar o investimento. O fundador da *STARTUP S2* fala que “*sem o investimento provavelmente a gente teria perdido o timing do mercado, com a necessidade de manter um ritmo de inovação*”.

4.4.3 Processo de investimento e suas principais etapas

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. Nas entrevistas com especialistas do mercado de *startups*, fundos de *venture capital* e *startups*, chegou-se em um modelo bem similar ao proposto por De Clercq et al. (2006), porém aprofundando algumas das quatro primeiras etapas. Dessa forma, os entrevistados dividiram o processo de investimento nas seguintes etapas: (1) prospecção, (2) reunião de apresentação, (3) observação, (4) análise, (5) estruturação do *deal*, (6) negociação e (7) investimento.

Na primeira etapa apresentada pelos entrevistados, acontece a prospecção das *startups* que participarão do processo de investimento. Essa etapa pode ser feita de forma ativa pelo fundo, quando ele promove ações, eventos, *roadshows*, competições e apresentações para buscar *startups*, ou de forma passiva, em um modelo em que as próprias *startups* vêm até o fundo para participar do processo. Nessa etapa, pode ou não haver a presença de um documento inicial a ser preenchido pelos empreendedores da *startup* com informações básicas do negócio. Dependendo da tese de investimentos do fundo, pode ocorrer um primeiro filtro de empresas nessa etapa. No caso do FUNDO F3, que investe apenas em *startups* dos Estados Unidos e de Israel que tem como objetivo expandir suas operações para o Brasil ou para a América Latina, essa etapa é majoritariamente passiva. Algo que acontece muito com esse fundo, por conta do perfil de investimento que fazem, onde geralmente são minoritários no negócio e entram com uma função bem clara e específica, é um fundo co-investidor que fez parte de outro negócio com eles entrar em contato para chamá-los para entrar no round de forma conjunta.

Na etapa de reunião de apresentação, o objetivo é aprofundar algumas das informações básicas passadas pela *startup* na etapa anterior e conhecer os empreendedores. Pode acontecer em formato de *pitch*, onde a *startup* monta uma apresentação do negócio para o fundo, ou em formato de entrevista, em que o fundo prepara perguntas para fazer aos empreendedores do negócio. É um momento em que os fundos começam a cobrar algumas métricas do negócio, apresentando projeções e fazendo uma troca de informações mais completa com o entrevistador ou selecionador do fundo. No caso do FUNDO F1, essa reunião é em um formato de entrevista em que participam pelo menos duas pessoas do fundo, com o objetivo de que os avaliadores tenham mais de uma opinião sobre o negócio. Depois dessa etapa, se os avaliadores acharem que faz sentido, a *startup* avança para a próxima etapa de observação.

A etapa de observação não está presente em todos os fundos. É uma etapa mais subjetiva e pode ou não fazer parte do processo. Trata-se de um período após a apresentação em que o fundo acompanha a empresa de uma forma mais distante, justamente para entender um pouco do comportamento da empresa no mercado e também saber o que precisará ser analisado na próxima

etapa. Existem também, mesmo em fundos que possuem essa etapa bem estruturada, a possibilidade de *startups* que já estão mais prontas pularem essa etapa e irem direto para a etapa de análise. Nos casos dos fundos F1 e F2, é nessa etapa que os avaliadores levam a discussão para os comitês internos de avaliação de investimentos dos fundos, onde geralmente estão presentes os donos ou principais investidores do fundo.

Na etapa de análise, existe um processo de *due dilligence* por parte do fundo, que busca compreender toda estrutura de empresa da *startup*, como sócios, forma de funcionamento, modelo de negócios, crescimento, perfil do empreendedor, distribuição do *captable* da empresa, outros investidores do negócio questões trabalhistas, questões jurídicas e contratuais. Também há uma avaliação operacional de todo negócio, onde o fundo analisa todos os números e indicadores operacionais da empresa, conversa com clientes, conversa com os colaboradores, conversa com fornecedores, análise financeira e busca de credores. Além desses principais pontos de análise, vão analisar de forma profunda outras esferas da empresa que podem variar de acordo com o nicho de mercado que a *startup* faz parte. O ESPECIALISTA E2 relembrou um exemplo de uma empresa que havia sido investida nos momentos iniciais do negócio por um investidor-anjo que estava sendo investigado por crimes federais. Mesmo com o negócio estando bem avançado e o investidor-anjo não fazer parte da operação nem do conselho de administração, o negócio não foi fechado por esse motivo.

Na sexta etapa é onde acontece a estruturação do *deal*. As partes, em geral, assinam um NDA (acordo de não divulgação) para protegerem-se e começam a conversar e estruturar questões relativas ao acordo. Passando por essa etapa, inicia-se a negociação, onde serão discutidos principalmente os valores da negociação. É uma etapa que pode variar bastante em número de reuniões e agentes envolvidos, dependendo muito da complexidade do negócio. Nesse momento também são impostas algumas condições para o fechamento do acordo e, principalmente, para o uso do dinheiro que será investido. Por fim, acontece o investimento de fato com a assinatura de contratos e início do acompanhamento de trabalho.

É importante comentar que essas etapas variam de fundo para fundo, podendo haver pequenas mudanças em relação a cada etapa. Existem fundos que determinam um tempo para cada uma dessas etapas. Em geral, são fundos que contam com algum tipo de data limite para investir o dinheiro do fundo que foi levantado junto aos investidores. Não é necessário fechar o ciclo do primeiro fundo para que um outro fundo seja iniciado pela gestora de *venture capital*. Ou seja, não é preciso que o fundo de investimentos execute sua saída de uma *startup* em que investiu para investir nas próximas. De acordo com o gestor do FUNDO F1, o ciclo de seu fundo dura, em geral, 10 anos e a partir do 5º ano, quando todas as *startups* já foram investidas e estão em processo de desinvestimento, eles iniciam uma nova abertura de fundo.

Por serem etapas mais iniciais e de avaliação de todo tipo de empresa que inicia o processo de investimentos em um fundo de *venture capital*, são nelas onde acontece o maior número de cortes nos participantes. O FUNDO F1 informou seus números do último ciclo de investimentos que foi executado por eles para exemplificar isso. De acordo com o fundo, na primeira etapa participaram cerca de 1.871 *startups*, das quais apenas 150 avançaram para a segunda etapa. Na terceira e quarta etapas, participaram 29 empresas. Ao final do processo, apenas 15 empresas receberam o aporte do fundo.

Após a realização do investimento, inicia-se um processo de acompanhamento pelo fundo que foi acordado previamente em contrato. A interação do fundo com a *startup* após o investimento vai variar de acordo com o perfil de trabalho do fundo. Existem fundos que são mais hands on, ou seja, que realmente ajudam a *startup* com execução de tarefas e ações. Isso pode acontecer tanto em nível operacional, quanto em nível comercial, fazendo conexões e *networking*, por exemplo. Aqui se ressalta a importância da negociação que foi feita na etapa anterior. Quando a negociação não é feita adequadamente, a relação entre as duas partes tende a ser ruim e pode impactar trazendo maus resultados para o negócio. É normal que os fundos já tenham um processo estruturado de acompanhamento e auditoria ou controladoria da *startup* investida. Alguns especialistas e fundadores comentam que quanto maior é o tamanho do investimento, maior tende a ser o controle e participação do fundo, principalmente por que o risco do negócio é muito maior. Os fundos F1 e

F2 têm por característica ser mais *hands on*, porém com perfis diferentes. O fundo F1 tem uma característica mais voltada para a parte operacional. De acordo com o gestor desse fundo, eles montam e executam um planejamento com os empreendedores definido responsáveis e datas limite para a entrega de cada tarefa, as quais eles também executam. Já o fundo F2 participa mais fazendo conexões e tendo um acompanhamento periódico em formato de mentoria para os empreendedores do negócio. O fundo F3 tem um perfil diferente por conta do modelo de investimento que fazem. No caso deles, eles apenas acompanham as métricas do negócio e, em alguns casos, nem fazem parte do conselho de administração da empresa. Algo que comum entre todos os fundos é que fazem reuniões periódicas de acompanhamento com as *startups* investidas, com a periodicidade variando de fundo para fundo.

4.4.4 Análise de investimento pelos fundos

Os pontos de análise de investimento dos fundos, assim como seu processo, vão variar de acordo com o tamanho do aporte, nível de estágio do negócio que será investido, tese de investimento do fundo e nicho de mercado da *startup*. Porém, existem dois pontos que, de acordo com os especialistas do mercado, gestores e analistas dos fundos de *venture capital* e fundadores entrevistados, sempre é analisado, independentemente de qualquer coisa: mercado e empreendedor.

Em relação ao mercado, essa é uma análise um pouco mais técnica do que a análise do empreendedor. O fundo olha de forma ampla para fazer uma análise sistêmica do mercado em que a *startup* está inserida, tanto dentro quanto fora do seu nicho. O início dessa análise começa a ser feito a partir do que os analistas e gestores de fundo chamam de TAM. O TAM é uma sigla para o termo em inglês *Total Available Market* ou mercado total disponível, que vai analisar qual é a demanda do mercado pela solução da *startup*. Nessa análise é possível entender a necessidade de uma força de vendas, projeções de distribuição da solução e o potencial de presença global da *startup*. Depois disso se analisa a concorrência, buscando principalmente entender quais são os diferenciais da

startup que está sendo analisada frente aos concorrentes e qual o impacto que esses diferenciais têm no mercado. Ainda é analisado o *Product Market Fit* do negócio, que é usado para avaliar a performance do produto no mercado.

Em relação à análise do empreendedor, pode se dizer que esse é o principal ponto de avaliação dos fundos de investimento em uma *startup*. Os fundos buscam conhecer e entender o perfil do empreendedor, considerando sua história, sua experiência e o seu grau de conhecimento no setor. Essa é uma análise subjetiva e que também vai depender do que o fundo e o avaliador estão buscando. O principal ponto de análise dos fundos é investigar questões necessárias para saber se o empreendedor estará comprometido com crescimento intenso e escalável que o fundo propõe ao negócio.

Para medir o sucesso de um investimento que foi feito depois da saída do fundo de *venture capital* do negócio, a análise é bem simples: qual o retorno de investimento que foi obtido. Embora algumas questões como tempo, esforço e metas esperadas também sejam analisadas para entender o sucesso do investimento, o fundo dá uma atenção maior ao retorno que obteve sobre o investimento. Para medir esse retorno, os fundos utilizam a TIR (taxa interna de retorno) para realizar o cálculo. O FUNDO F2 também associa esse retorno a uma análise de impacto quando a *startup* investida é um negócio de impacto social. Nesse caso, a avaliação que é adicionada vai depender muito do tipo de negócio e impacto que é gerado, como, por exemplo, a redução da quantidade de carbono emitido, a quantidade de empregos diretos gerados pela solução da *startup*, a quantidade de imposto retornado para o governo e a quantidade de lixo reciclado. O FUNDO F1 busca acompanhar métricas financeiras da *startup* e a variação do valor de mercado da empresa ao longo do tempo para acompanhar o sucesso ou não do investimento.

4.4.5 Forma de atuação do fundo na gestão das *startups*

Assim como em outros pontos abordados pelo presente trabalho, o papel dos fundos de *venture capital* na gestão da *startup* varia de acordo com as condições negociadas durante o processo de investimento. Muitas vezes é

necessário que o fundo entre com conexões, fazendo *networking*, abrindo novas oportunidades e abrindo negociações. Isso acontece principalmente pelo fato de o fundo ter muito mais acesso e conhecimento do ecossistema empreendedor, mas nem sempre ele realmente executa processos e atividades na gestão da empresa. Segundo os especialistas entrevistados, o papel de um fundo deve ser exatamente esse: fazer conexões e usar sua rede para potencializar as mais diversas áreas da *startup*. O especialista E2 afirma que “o fundo é mais participativo no dia a dia da operação do que outros tipos de investidores”.

Por ter um acesso a diversas pessoas e uma rede grande de *networking*, os fundos atuam, na maioria das vezes, de forma mais ativa na área de pessoas das *startups* investidas. Isso ocorre principalmente na indicação e contratação de pessoas capazes de fazerem a *startup* crescer. Em geral, isso é feito para cargos de maior importância na execução da estratégia da empresa, como os cargos chamados de *C-level*. É muito comum que isso aconteça porque no estágio em que as empresas geralmente estão antes de receber o aporte do fundo as equipes costumam estar incompletas. O que se vê são os fundadores ocupando os cargos mais importantes na empresa e liderando algumas áreas. Com o crescimento que a *startup* tende a ter, aumentam as responsabilidades de cada área e a necessidade de se ter um especialista liderando cada área. Dessa forma, fica latente a necessidade de contratação de pessoas para isso. Os fundos atuam indicando ou até mesmo executando a contratação dos funcionários que ocuparão esse cargo.

A gente não impõe, mas indica nomes sim. E mesmo nomes que a gente não indica, a gente participa do processo de decisão. (gestor do FUNDO F1)

O fundo agrega muito na profissionalização da gestão do negócio, trazendo o olhar para aspectos que antes não tinham tanta atenção dos fundadores. O fundo ensina como estruturar a empresa, auxilia nas questões de contratação de pessoas, na estratégia para escalar e crescer o negócio. São dois os principais motivos que geram essa profissionalização na gestão. O primeiro deles é a cobrança de métricas, indicadores e metas, assim como o acompanhamento dos mesmos. O fundo F1 executa, junto com os

empreendedores, um plano de ações que serão executadas para incrementar a gestão do negócio. Em geral, os fundos cobram um *report* regularmente com todas as informações do negócio, o que incentiva os fundadores da empresa a se tornarem mais orientados para dados. Além disso, também é comum que, quando ainda não há, o fundo incentive a criação de um conselho administrativo em que o próprio fundo e outros investidores fazem parte. Nesse conselho, além do acompanhamento do andamento operacional dos negócios, ainda há uma grande participação dos representantes do fundo como mentores e consultores do negócio e empreendedores.

O ponto positivo é que eles começam a trazer muito mais de gestão, experiência de caras que já fizeram isso... Começar a te mostrar como tu escala o negócio (fundador da STARTUP S1)

De acordo com o fundador da *startup* S1, “o fundo deu maior capacidade de investimento, crescimento e capacidade de tomar risco de uma forma que não conseguiríamos sem eles”. O aumento dessa capacidade de crescimento e de assumir riscos é um dos pontos positivos que os empreendedores veem na entrada de um fundo de *venture capital* no negócio. No caso da *startup* S1, o crescimento que precisavam ter era muito grande e precisava ser rápido. O empreendedor, que é o único fundador da *startup*, precisava de ajuda para que conseguisse executar isso. Ele inclusive complementa essa afirmação contando o que aconteceu quando ficaram sem o conselho administrativo na empresa durante um período.

Tivemos um período em que a empresa não teve board e deu pra ver que a empresa andou mais devagar nesse período, porque não tinha toda essa cobrança e a experiência de quem já conhecia. (Fundador da STARTUP S1)

Um ponto trazido pelo especialista E2 é que o fundo não quer deixar o empreendedor “muito solto”, mas ao mesmo tempo quer dar liberdade e autonomia. É uma dualidade conflitante, porém que acontece com frequência no mercado. Nesse caso, é importante que a relação esteja acordada nos contratos feitos pelas duas partes. É comum que o papel do fundo na gestão da empresa

também esteja descrito nesse contrato. Em geral, as empresas se comprometem apenas com a participação no conselho administrativo, mas existem casos que são um pouco diferentes, como o do fundo F3. O fundo auxilia empresas do exterior a expandirem suas operações para a América Latina e Brasil. Dessa forma, as ações que são tomadas para isso estão descritas no contrato feito por eles. O analista do fundo F3 também comenta que, quando não precisam fazer esse processo em uma *startup* investida por eles, o envolvimento do fundo se restringe a participação do conselho administrativo da *startup*, com direito ao número de votos acordados em contrato.

Fica claro que o principal papel do fundo é executar ações, seja de envolvimento operacional ou não, que levem a *startup* a crescer. Essa é a principal cobrança dos fundos para os empreendedores. Cobrança essa, que é muito grande na percepção dos empreendedores.

Crescer não é mais uma possibilidade, é uma obrigação!.. (Fundador da STARTUP S2)

[...] como passar de 5 para 80 pessoas, que tipo de pessoas precisamos contratar, como estruturar a empresa, como montar métricas. Eles fazem na força a tua empresa escalar e crescer (Fundador da STARTUP S1)

Em relação às principais mudanças que ocorrem na gestão de uma *startup* após a entrada de um fundo de *venture capital* no negócio, um dos pontos que mais foi citado é a organização financeira da *startup*. De acordo com o ESPECIALISTA E2, “sempre que se faz alguma contratação relevante, geralmente uma das primeiras coisas que se busca estruturar é a parte financeira, porque geralmente o pessoal faz o investimento e a área financeira das *startups* é uma 'zona', então eles tentam colocar alguém mais experiente, até para ter mais confiança nas informações”. Em alguns casos, existem várias ações relacionadas a área financeira do negócio que a *startup* precisará do aval do fundo para fazer. Coisas que são acordadas em contrato e que o fundo tem poder de veto, como tomar crédito ou buscar algum tipo de financiamento, por exemplo.

Outro ponto citado pelos entrevistados é de que, no momento em que você possui um sócio investidor fazendo parte de um negócio, principalmente um

fundo de investimentos, isso tranquiliza os *stakeholders* do negócio, pois dá uma ideia de robustez para a *startup* e também de ter um negócio que alguém já avaliou o suficiente para garantir que é uma empresa com um potencial de crescimento no mercado. Acaba sendo mais fácil para a *startup* a negociação com credores, fornecedores e bancos, além de aumentar o número de clientes do negócio também, já que é provável que o investimento seja divulgado na mídia e conhecido por muitas pessoas que antes não sabiam o que a *startup* fazia. Os especialistas comentam que para empresas que oferecem soluções B2B o impacto da entrada de um fundo de investimentos no negócio é muito positivo. O gestor do fundo F1 afirma isso em sua colocação:

O investimento é uma sinalização para o mercado de que aquela empresa tem minimamente condições de atrair interesse de um VC. Então é um sinal de qualidade. O que vai facilitar a negociação com bancos, com outros negociadores... (Gestor do fundo F1)

4.4.6 Maturidade das *startups* brasileiras em relação à gestão

As *startups* brasileiras ainda são muito imaturas em relação à gestão da empresa. Mesmo assim, é importante ressaltar que é muito difícil definir uma média. Segundo o gestor do fundo F1, “*não há como definir uma média, pois ela teria um desvio padrão muito alto*”. De acordo com o especialista E2, as *startups* são muito bagunçadas em sua gestão, porém isso não é algo específico das *startups*, mas sim das empresas pequenas em geral. Como a maioria das *startups* iniciam muito pequenas e a grande maioria encerra operações antes mesmo de passar para um nível mais avançado, é comum ter essa percepção das *startups* no mercado. O analista do fundo F3 comenta que, em sua opinião, os principais problemas de gestão das *startups* estão relacionados à área de pessoas. No Brasil, ainda é difícil encontrar profissionais capacitados para os cargos mais inovadores e que demandam um crescimento rápido, principalmente nas áreas de tecnologia. Dessa forma, as *startups* muitas vezes acabam contratando mal e encontrando muitos problemas em suas equipes. Esse, inclusive, é um dos principais pontos de mudança após a entrada de um fundo de investimentos.

A experiência e capacidade dos empreendedores está diretamente ligado a maturidade da gestão da *startup*. Não à toa o empreendedor é um ponto chave de análise dos fundos no processo de investimentos em uma *startup*. De acordo com o gestor do fundo F1, ainda existe uma falsa percepção do mercado de que os fundadores de uma empresa precisam ser jovens inovadores com muita motivação. Pode ser que isso funcione, mas ele ressalta a importância da capacidade técnica e experiência do empreendedor:

Isso é uma coisa que a indústria bate muito forte: O pessoal tem muito aquela visão romântica do empreendedor de 20 anos que está na faculdade ainda. Esse não é o perfil de empreendedor que nenhum fundo busca, nem aqui, nem nos EUA, nem em Israel.. (Gestor do fundo F1)

O perfil do empreendedor é um critério de suma importância na seleção de uma *startup* no processo de investimento. Relacionado a isso, é importante destacar que também é necessário avaliar o nível de exigência que será imposto ao empreendedor para o crescimento da empresa e se ele é capaz de se responsabilizar por isso. O gestor do fundo F1 afirma que a idade não é um fator de exclusão, pois o fundo já investiu em empresas de fundadores jovens, mas comenta que possuem uma preferência por empreendedores com mais experiência profissional. Ele complementa dizendo que nos Estados Unidos a média de empreendedores que deram certo são homens de 30 a 40 anos que já tiveram outras experiências profissionais e é baseado nisso que o fundo toma suas decisões de investimento.

Há também uma relação da maturidade da gestão da *startup* com o *background* do empreendedor. Em empresas em que os fundadores são mais técnicos, a tendência é que a gestão não seja o foco principal das lideranças. Poucos empreendedores são formados em áreas de gestão, então as *startups* acabam tendo mais dificuldade nesse quesito. Existe uma dificuldade latente do mercado em relação à gestão. Isso, no longo prazo, acaba sendo um problema para o crescimento acelerado da empresa, pois, mesmo que os empreendedores se desenvolvam ao longo do processo na gestão, ainda existe um tempo de amadurecimento e aumento de conhecimento. Pensando nisso, os fundos

acabam auxiliando os empreendedores que possuem um perfil mais técnico na contratação de pessoas que possam coordenar outras áreas mais ligadas à gestão. Um exemplo disso foi trazido pelo fundador da *startup* S1, que vivenciou isso na prática. Ele sempre teve um perfil mais técnico e não gosta de executar funções de gestão na empresa. Ele é o único fundador, então precisava de alguém que o ajudasse nesse processo. Com a ajuda do fundo, contratou um profissional que cuidaria de todas as áreas de gestão da empresa, com total autonomia para exercer todas as funções necessárias no negócio. O fundo, nesse processo, indicou a pessoa para que o fundador o avaliasse e contratasse.

O mesmo também aconteceu com o fundador da *startup* S2. O principal time dentro da *startup* era o de tecnologia e desenvolvimento e ele mesmo reconheceu essa questão quando afirmou que “*Como toda empresa fundada por caras de tecnologia, a área de comercial e marketing acaba sendo mais enxuta e a área de tecnologia mais robusta*”. Sendo assim, depois da entrada do fundo de investimentos no negócio, começaram a ter um olhar mais focado para a área de vendas. Essa área da empresa teve um aumento no número de colaboradores e ganhou um caráter mais estratégico dentro do negócio. Essa mudança aconteceu muito com base na necessidade e comprometimento da empresa em crescer.

Em relação às principais diferenças entre uma *startup* que recebeu investimento em comparação com empresas que não receberam aporte, a formalização de uma estrutura de gestão surge como principal ponto. Dentro desse ponto, algumas coisas se destacam, como a criação de um organograma para a *startup* e de processos mais estruturados e confiáveis. Além disso, um ponto chave é a velocidade de crescimento. O fundo impõe um modelo mental de crescimento contínuo nos empreendedores, fazendo com que eles se desenvolvam muito mais do que os empreendedores que não recebem investimento em suas *startups*. Os recursos financeiros disponíveis também geram um impacto muito grande nessa velocidade de crescimento, pois a empresa se preocupa menos com a contenção de gastos e mais com o crescimento e domínio rápido das fatias de mercado.

4.4.7 Desafios e recomendações para a gestão das *startups*

Os entrevistados apontaram dois desafios principais na gestão das *startups* que recebem investimento de fundos de *venture capital*. O primeiro deles é o desafio de gestão de pessoas. Um dos principais fatores para que se exista esse desafio é o grande aumento em um curto espaço de tempo que ocorre geralmente nas equipes de *startups* que recebem investimento. Rapidamente, *startups* que contavam com cerca de dez colaboradores passam a contar com cem colaboradores. Esse crescimento gera um impacto muito grande nas lideranças. É comum, quando a empresa está em estágio inicial e com uma equipe enxuta, que o fundador conheça todas os funcionários da empresa. Quando se inicia um processo acelerado e escalável de crescimento, o número de funcionários aumenta de uma forma que o fundador já não tem proximidade com todos os colaboradores do negócio.

A gente brinca que o primeiro divisor de águas de uma startup, que é quando começa a dar problemas, é quando o CEO já não sabe mais o nome de todos funcionários. (analista do fundo F2)

Conforme a empresa vai crescendo, o empreendedor perde cada vez mais o controle da operação da empresa e uma parte do desafio que ele acaba tendo é na cultura. Ele tem o desafio de perpetuar uma cultura na empresa muito forte. Geralmente, isso reside nos primeiros 10 a 50 funcionários. (analista do fundo F2)

Com esse crescimento no tamanho da empresa e no número de colaboradores, surge a necessidade de estruturas de gestão de pessoas mais formais e complexas. É preciso ter um processo estruturado de acompanhamento de pessoas, desenvolvimento de pessoas, contratação mais estruturada, formação de lideranças, qualificação do time e gestão de uma cultura própria da *startup*. O fundador não é capaz de fazer tudo isso sozinho e precisa da ajuda do fundo, geralmente, para trazer lideranças capazes de construir e estruturar isso na empresa.

O segundo principal desafio comentado pelos entrevistados é o de manter o crescimento acelerado da empresa. Os fundos encaram a empresa como um investimento. Eles precisam ter retorno sobre os recursos que investiram naquela *startup*. Dessa forma, exigem um crescimento muito acelerado das empresas investidas. Manter esse crescimento é um grande desafio para o empreendedor, que sente as dores desse processo. O empreendedor precisa estar muito tempo dedicado para o negócio e disposto a enfrentar os problemas que podem surgir no caminho.

Em relação às recomendações que os entrevistados fazem para a gestão das *startups*, surgiram dois principais pontos: a importância da composição de um time de líderes e a velocidade e agilidade para fazer as mudanças certas. O primeiro desafio está conectado ao fato de que os fundadores precisam reconhecer rapidamente a necessidade de formar líderes que estejam junto deles durante o processo de crescimento da empresa, principalmente em casos de *startups* fundadas por apenas um empreendedor. Um time bem montado, com perfis e habilidades complementares, supera qualquer problema que possa existir ao longo da jornada e encontra soluções para resolver os problemas, mesmo que isso ocasione uma grande mudança no modelo da empresa. Também é importante ser veloz e ágil nas mudanças que são necessárias durante a jornada de crescimento da *startup*. Quem demora a se adaptar acaba ficando para trás no mercado. Muitas vezes as mudanças necessárias são difíceis, como, por exemplo, a saída de um sócio da empresa, mas é importante que elas sejam feitas rapidamente para que o crescimento do negócio não seja impactado.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nas revisões teóricas e na análise do cenário atual, foi possível perceber que o Brasil é hoje um país muito empreendedor, porém pouco inovador. Esse cenário mudou desde o surgimento das *startups*, mas ainda está longe de ser o ideal. O Brasil conta atualmente com mais de dez mil *startups* de acordo com uma pesquisa realizada pela McKinsey & Company (2019) e isso

abre uma oportunidade de investimento em *startups*. Além da oportunidade, outro aspecto presente no mercado é a gestão das *startups*, que é um dos principais problemas para esse tipo de empresa. Com base nisso, o objetivo geral do presente trabalho foi identificar os principais impactos que ocorrem na gestão de uma *startup* após o aporte de um fundo de *venture capital*. Para que esse objetivo fosse atingido, foram realizadas entrevistas com especialistas do mercado de *startups*, analistas e gestores de fundos de *venture capital* e *startups* que haviam recebido aporte por fundos de investimento.

Como resultado, foram analisados sete elementos: o mercado de investimento em *startups* no Brasil, a captação de investimento pelas *startups*, o processo de investimento e principais etapas, a análise de investimento pelos fundos, a forma de atuação do fundo na gestão das *startups*, a maturidade das *startups* brasileiras em relação à gestão e os desafios e recomendações para a gestão das *startups*.

Percebeu-se que o mercado de investimento em *startups* no Brasil teve um crescimento nos últimos anos, com aumento no número de investidores, *startups* investidas e negócios realizados. Porém, esse é um mercado que ainda é parcialmente imaturo, contando com muitos investidores informais que ainda não possuem um conhecimento ideal do mercado. Outro aspecto importante é que existe dinheiro disponível no mercado para investimento em *startups*, mas o mercado brasileiro ainda sofre com a falta de liquidez, principalmente quando comparado com mercados como China, Estados Unidos e Israel.

Foi possível perceber também que as *startups* não se preparam da melhor maneira, em sua maioria, para a captação de investimentos. É necessário que esse tipo de empresa encare a captação como um processo e defina responsáveis claros para isso. Outro fator que ficou claro é que as principais motivações para buscar aporte de um fundo de investimento é a vontade de crescer e escalar o negócio, porém muitas *startups* ainda buscam investimento para serem mais reconhecidos no mercado.

O processo de investimento feito pelos fundos de *venture capital* se assemelha bastante entre os entrevistados, porém foi possível identificar que algumas delas ainda variam conforme o tamanho do investimento que será feito e o nível de maturidade da *startups* que será investida. A etapa de análise, onde é feita a *due dilligence*, se mostrou a mais importante desse processo. Em

relação aos pontos de análise dos fundos de investimento, dois se destacaram e sempre são avaliados pelos fundos: mercado e empreendedor. O primeiro é uma análise sistêmica do mercado, que vai avaliar pontos como o mercado total disponível, diferenciais em relação à concorrência e *product market fit*. Já em relação ao empreendedor, trata-se de uma análise mais subjetiva, onde será analisado o perfil do empreendedor, o grau de conhecimento no setor, suas experiências e sua história.

Percebeu-se que os fundos atuam de três formas na gestão das *startups*. A primeira é através do networking, fazendo conexões e usando sua rede de contatos para potencializar as mais diversas áreas da empresa. A segunda é na área de gestão de pessoas, indicando e contratando profissionais capazes de fazerem a *startup* crescer, principalmente em cargos de diretoria. Por fim, pode atuar na profissionalização da empresa, estruturando as áreas do negócio, criando estratégias para escalar e crescer, elaborando e acompanhando métricas, criando um conselho de administração e políticas de governança para a *startup*. Nem sempre os fundos atuam dessas três formas, podendo se restringir a uma ou duas delas. Essa variação depende do perfil do investimento realizado pelo fundo, conhecimento do fundo, forma de trabalho do fundo e acordo feito entre as duas partes.

Percebe-se que as *startups* são imaturas em relação à gestão da empresa. Isso se relaciona diretamente com o empreendedor que está à frente do negócio, principalmente em dois fatores: capacidade e *background*. O empreendedor precisa ter o conhecimento necessário e experiência para gerir uma empresa. Além disso, é preciso pontuar que em *startups* em que o *background* do empreendedor é na área de tecnologia, muitas vezes existe uma dificuldade maior em gerir a empresa, pois se dá uma atenção muito maior às áreas de tecnologia.

Os principais desafios em relação à gestão das *startups* hoje são a gestão de pessoas e o crescimento acelerado. As empresas têm dificuldade na estruturação de processos na área de pessoas, que dificultam o desenvolvimento de pessoas, o acompanhamento dos colaboradores, a contratação mais eficaz, a formação de lideranças e a criação de uma cultura própria da *startup*. Em relação ao crescimento acelerado, a principal dificuldade é do empreendedor em se adaptar a esse ritmo de crescimento. Os fundos que

investem nas empresas encaram isso como um negócio e demandam que esse crescimento seja rápido e escalar, exigindo um nível de dedicação e agilidade do empreendedor.

A importância de uma equipe complementar e que seja capaz de manter o ritmo de crescimento acelerado demandado pelos fundos que entram no negócio ficou clara em todos os pontos abordados pela pesquisa. Também foi possível identificar que, após a entrada de um fundo de investimentos em uma *startup*, ocorre uma profissionalização muito grande na área de gestão das empresas, tornando os negócios mais orientado a dados, com profissionais mais capacitados liderando as áreas de gestão da empresa, com processos bem definidos e estruturados e com um sistema de governança claro e que demanda a criação de um conselho administrativo que apoia nas decisões dos fundadores em relação ao negócio.

5.1 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

Este estudo apresenta contribuições para a comunidade empreendedora brasileira, como também para a comunidade acadêmica, que deve produzir novos estudos sobre o tema de *startups*. A contribuição para a comunidade empreendedora se dá no levantamento de várias questões importantes de serem levadas em consideração na hora de uma *startup* buscar investimento com fundos de *venture capital* e também no momento do fundo investir em uma *startup*. Entusiastas do mercado e também especialistas que não atuam diretamente nos grupos citados anteriormente podem fazer a leitura desse trabalho com o objetivo de compreender melhor o funcionamento do processo de investimento dos fundos de *venture capital* em uma *startup* e também nos impactos que esse investimento acarreta dentro de uma *startup*. Além disso, os agentes do mercado podem levar em consideração as recomendações para a gestão das *startups* e aplicar nas empresas com as quais se conectam.

O trabalho pode ainda auxiliar empreendedores e fundadores de *startups* em seu processo de captação de investimentos através de investimento semente por fundos de investimento *venture capital*, servindo de base para o

planejamento de possíveis cenários e adaptação de suas teses de investimento para que consigam melhores oportunidades.

A contribuição acadêmica se demonstra a partir do referencial teórico consolidado para a elaboração do presente estudo, que permitirá a criação de novos trabalhos e estudos nos tópicos de *startups*, investimentos de *venture capital* e gestão das *startups*, que ainda carecem de estudos e produções literárias aplicadas à realidade do cenário empreendedor brasileiro, que muda muito rápido.

5.2 LIMITAÇÕES E NOVOS ESTUDOS

O presente trabalho apresenta uma limitação no número de casos para análise. Foram realizadas três entrevistas com especialistas de mercado, três entrevistas com os fundos de investimento de *venture capital* e duas entrevistas com *startups* que receberam aporte de um fundo. Como a estratégia de pesquisa utilizada foi a bola de neve, o número de possíveis entrevistados foi limitado. Além disso, também por conta da estratégia utilizada, houve uma certa restrição no perfil dos entrevistados, com baixa diversidade entre si.

Por ser um mercado que ainda é muito imaturo no Brasil, existe uma demanda e espaço para novos estudos relacionados ao tema de investimentos em *startups*. Como se pode ver no presente trabalho, os mercados internacionais estão muito à frente do país em relação ao tópico. Dessa forma, é essencial que se realizem estudos com um maior número de agentes entrevistados em um formato de entrevistas em profundidade. Outra sugestão é que seja feito uma pesquisa quantitativa a partir dos resultados obtidos no presente trabalho com o objetivo de comprovar os resultados com um número maior de casos.

REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS. **Radiografia do Ecossistema Brasileiro de Startups**. 2017. Disponível em: https://ecossistemasdestartups.com.br/?utm_campaign=blog-site-radiografia&utm_medium=organic&utm_source=blog&utm_content&utm_term. Acesso em: 17 set. 2019.

ALBUQUERQUE, Elisabeth Maciel de. **Avaliação da técnica de amostragem “Respondent-driven Sampling” na estimação de prevalências de Doenças Transmissíveis em populações organizadas em redes complexas**. Escola Nacional de Saúde Pública Sérgio Arouca – ENSP; Rio de Janeiro: Ministério da Saúde – Fiocruz, 2009. Dissertação de Mestrado, 99p.

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__anjos_do_brasil.pdf. Acesso em: 02 nov. 2020

BLANK, Steve. **What’s a Startup? First Principles**. 2010. Disponível em: <https://steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles>. Acesso em: 15 set. 2019.

BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup: Manual do Empreendedor**. Jacaré: Alta Books, 2014.

BLANK, Steve. **The Four Steps to the Epiphany**. Palo Alto: K&S Ranch, 2013.

BLANK, Steve. **O que eu faço agora?: O ciclo de vida da startup**. 2015. Disponível em: <https://endeavor.org.br/ciclo-vida-startup-crescimento>. Acesso em: 04 nov. 2019.

BRINCKMANN, Jan; HOEGL, Martin. Effects of initial teamwork capability and initial relational capability on the development of new technology-based firms. **Strategic Entrepreneurship Journal**. [S. l.], v. 5, n. 1, p. 37-57, 2011.

CB INSIGHTS. **Why Startups Fail**. 2019. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top>. Acesso em: 11 nov. 2019.

COSTA, César. **Influência do ecossistema de empreendedorismo na trajetória das startups digitais em processo de aceleração**. p. 30-58, 2016.

DE CLERCQ, Dirk; FRIED, Vance; LEHTONEN, Oskari; SAPIENZA, Harry. An Entrepreneur’s Guide to the *Venture Capital Galaxy*. **Academy of Management Perspectives**. [S. l.], 2006.

ENDEAVOR. **Pesquisa: Desafios dos empreendedores brasileiros.** 2016. Disponível em: <https://d335luupugsy2.cloudfront.net/cms%2Ffiles%2F6588%2F1468617878pesquisa-102.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2019.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** São Paulo: Atlas, 2002.

GITAHY, Y. **O que é uma startup?**. 2010. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/pme/noticias/o-que-e-uma-startup>. Acesso em: 03 nov. 2019.

GLOBAL INNOVATION INDEX. **The Global Innovation Index 2019 Rankings.** 2019. Disponível em: <https://www.globalinnovationindex.org/gii-2019-report>. Acesso em: 17 set. 2019.

GOMPERS, P.; LERNER, J. The *Venture Capital* Revolution. **Journal of Economic Perspectives.** [S. l.], v. 15, n. 2, p. 145–168, 2001.

GOMPERS, A. The rise and fall of *venture capital*. **Business and Economic History.** [S. l.], v. 23, n. 2, p. 1-26, 1994.

HANKS, Steven H. The organization life cycle: Integrating content and process. **Journal of Small Business Strategy.** [S. l.], v. 1, n. 1, p. 1-12, 2015.

HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. *Venture Capital* and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. **Journal of Finance.** [S. l.], 2002. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.529.2136&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 09 dez. 2019.

ISENBERG, D. How to Start an Entrepreneurial Revolution. **Harvard Business Review.** Massachusetts, EUA, 2010.

ISENBERG, D. **Babson Entrepreneurship Ecosystem Project.** Wellesley, Massachusetts: Babson College (BEEP), 2011. Disponível em: <https://www.babson.edu/academics/executive-education/expanding-entrepreneurship/babson-entrepreneurship-ecosystem-platform>. Acesso em: 03 nov. 2019.

KEPLER, João. **Smart Money:** A arte de atrair investidores e dinheiro inteligente para seu negócio. São Paulo: Gente, 2018.

KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the contribution of *venture capital* to innovation. **The RAND Journal of Economics.** [S. l.], v.31, n.4, p.674-692, 2000.

LANDSTROM, Hans. **Pioneers in entrepreneurship and Small Business Research.** Suécia: Springer, 2007.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. p. 720.

MCKINSEY & COMPANY. **Brazil Digital Report**. 2019. Disponível em: https://www.mckinsey.com/br/~ /media/McKinsey/Locations/South%20America/Brazil/Our%20Insights/Brazil%20Digital%20Report/Brazil-Digital-Report-1st-Edition_Portuguese-vAjustado.ashx. Acesso em: 18 set. 2019.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. *Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica*. **Revista Gestão de Produção**. São Paulo, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.

MEYER, Julie. **Welcome to entrepreneur country**. Londres: Constable, 2012.

PETEFFI, Alexandre. **Capital de risco e o relacionamento de múltiplos investidores em startups**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS; Porto Alegre, Rio Grande do Sul. 2019. Dissertação de mestrado, p. 94-112.

PICCOLI, Vicente. **Em busca das melhores: como critérios de seleção impactam na trajetória de startups**. p. 13-24, 2017.

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**. [S. l.], v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SILVA, Edna; MENEZES, Estera. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 2005. Disponível em: https://projetos.inf.ufsc.br/arquivos/Metodologia_de_pesquisa_e_elaboracao_de_teses_e_dissertacoes_4ed.pdf Acesso em: 31 de Outubro de 2020.

SPINA, Cassio A. **Investidor anjo: como conseguir investimento para o seu negócio**. São Paulo: Nversos, 2013

STARTUP BASE. **Base de startups unicórnio no Brasil**. 2020. Disponível em: <https://startupbase.com.br/home/startups?q=&states=all&cities=all&segments=all&targets=all&phases=all&models=all&badges=Unic%C3%B3rnio>

TYEBJEE, Tyzoon; BRUNO, Albert. A model of *venture capitalist* investment activity. **Management Science**. [S. l.], 1984.

TOWNSEND, David M.; BUSENITZ, Lowell W. Turning water into wine? Exploring the role of dynamic capabilities in early-stage capitalization processes. **Journal of Business Venturing**. Amsterdã, v. 30, n. 2, p. 292-306, 2015.

WILLARD, Gary E.; KRUEGER, David A.; FEESER, Henry R. In order to grow, must the founder go: A comparison of performance between founder and non-founder managed highgrowth manufacturing firms. **Journal of Business Venturing**. Amsterdã, v. 7, n. 3, p. 181-194, 1992.

APÊNDICES

APÊNDICE A - ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE COM ESPECIALISTAS DO MERCADO DE *STARTUPS*

PARTE 1 – Sobre o Mercado de Investimento em *Startups* no Brasil

1. Como você percebe o mercado de investimento em *startups* no Brasil hoje?
2. Quais são os principais desafios do investimento em *startups* no Brasil?
3. Na sua opinião, quais os principais fundos de investimentos em *startups* no Brasil hoje? Por que esses?
4. Quais são os principais cases locais que temos de *startups* que receberam investimento de um fundo de *Venture Capital*?

PARTE 2 – Sobre os Fundos de *Venture Capital* no Brasil

1. Como funciona o processo de investimentos dos fundos de VC em *startups* no Brasil?
 - a. Como os fundos selecionam?
 - b. Quais os principais pontos que analisam em uma *startup*?
 - c. Como as *startups* se preparam?
 - d. Como é a relação Fundo x *Startup*?
2. Existe alguma diferença em relação ao resto do mundo nesse processo? Existe algo particular do mercado brasileiro?
3. O que acontece depois que uma *startup* é investida por um fundo?
 - a. Existe algum tipo de acompanhamento? Como é feito?
 - b. De que forma os fundos ajudam a *startup*?
4. Qual o papel do fundo na gestão da *startup*?

PARTE 3 – Sobre as *startups* no Brasil

1. Por que as *startups* brasileiras buscam fundos de investimento?
2. Como as *startups* brasileiras se preparam para receber esse tipo de investimento? O que você acha que deveria melhorar?

3. Como você percebe o nível de maturidade das *startups* brasileiras em relação à gestão?
4. O que muda na gestão de uma *startup* depois da entrada do fundo?
5. Quais as principais diferenças entre uma *startup* que recebeu investimento de um fundo de VC e uma que não recebeu?
6. Na próxima etapa, vou entrevistar gestores de Fundos de *Venture Capital* brasileiros para entender a visão deles em relação ao assunto. Você tem um contato com quem eu possa falar que você poderia me indicar?

APÊNDICE B - ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE COM FUNDOS DE INVESTIMENTO

PARTE 1 – Sobre o Fundo

1. Me conte um pouco mais sobre a história do fundo
2. Quando foi criado?
3. Fale um pouco mais sobre os números do negócio: total de investimento, número de *startups* investidas, número de “exits”, operação, etc.
4. Número de sócios e colaboradores
5. Qual é a tese de investimentos do fundo?
6. Quais são os principais cases de investimento do fundo?
7. Qual a visão de futuro em relação ao fundo?

PARTE 2 – Sobre o Processo de Investimento

1. Como funciona o processo de investimentos do fundo? Quais as principais etapas?
 - a. Pode me falar alguns números de cada etapa
 - b. O que avaliam em cada uma das etapas
2. Como escolhem as *startups* que serão investidas?
 - a. Quais os principais pontos que analisam?
3. O que acontece depois que a *startup* é investida?
 - a. Existe algum tipo de acompanhamento? Como é feito?
 - b. De que forma vocês ajudam a *startup*?
 - c. Há algum processo pré-definido para o momento pós-investimento?
4. Como vocês medem o sucesso do investimento?
 - a. Pode me contar sobre algum caso de sucesso?

PARTE 3 – Sobre a Gestão da *Startup*

1. Como você percebe o nível de maturidade das *startups* em relação à gestão?

- a. Vocês avaliam isso de que forma antes de investir em uma *startup*?
De que forma?
 - b. Qual o peso que isso tem na escolha do investimento?
2. O fundo tem algum tipo de atuação na gestão das *startups* investidas?
Como?
 - a. Existem pessoas na equipe do fundo que atuem especificamente nisso?
 - b. Como isso é acordado com os empreendedores? Existe algum tipo de resistência da parte deles?
 - c. Que tipo de exigências o fundo faz em relação à gestão das *startups* investidas?
3. Quais as principais mudanças que o fundo traz para a gestão das *startups* investidas?
4. De que forma conseguem mensurar ou acompanhar o gerenciamento das *startups*?
 - a. Utilizam algum tipo de ferramenta para auxiliar?
 - b. Esse é um processo executado em todas *startups* ou feito caso a caso? Por que? Como funciona?
 - c. Que processos instauram para fazer esse acompanhamento?
5. Quais são os principais desafios em relação à gestão das *startups* investidas?
 - a. Como vocês fazem para combater isso?
6. Quais foram os principais aprendizados que tiveram ao longo dos últimos anos em relação à gestão das *startups*? O que fazem diferente hoje?

APÊNDICE C - ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE COM *STARTUPS*

PARTE 1 – Sobre a Empresa

5. Me conte um pouco mais sobre a história da sua empresa
6. Quando foi fundada?
7. Fale um pouco mais sobre os números do negócio: Faturamento anual, número de clientes, operação, etc.
8. Número de sócios e colaboradores
9. Quais foram os principais marcos nessa jornada empreendendo?
10. Quais os maiores desafios vividos atualmente?
11. Qual a visão de futuro da empresa?

PARTE 2 – Sobre Investimento

7. Já receberam algum tipo de aporte ou investimento? Como foi esse processo?
 - a. Tamanho do aporte
 - b. Ano do investimento
 - c. Fundo que investiu
8. Como foi a preparação para receber o investimento?
9. Por que optaram pela captação de recursos através de um fundo de *venture capital*?
10. O que fizeram com o investimento?
11. O que mudou na empresa desde a entrada do fundo de investimentos?
12. Quais os pontos positivos da entrada do fundo? Quais os pontos negativos?

PARTE 3 – Sobre Gestão da *startup*

1. Como a gestão da *startup* é dividida hoje? Quais são os times/equipes? (EX.: Marketing e Vendas, Pessoas, Operação, etc.)
2. Como era essa divisão antes de receber o aporte?
3. Que tipos de ferramentas vocês usam hoje para auxiliar na gestão da empresa?
 - a. Exemplos

- b. Como e por que escolheram essas?
4. Qual foi o impacto da entrada do fundo na gestão da *startup*? Quais foram as principais mudanças na gestão desde que o fundo entrou?
 5. Existe algum tipo de atuação direta do fundo no gerenciamento da *startup* hoje?
 6. O fundo fez algum tipo de exigência para vocês em relação à gestão do negócio? Qual(quais)? Conte como foi isso.
 7. Isso atendeu às expectativas de vocês em relação ao fundo? Esperavam algo a mais?
 8. Hoje, com toda bagagem e experiência que carregam, o que fariam diferente?

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).