



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS – CCJE**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACC**

**ARTHUR LEMOS CAPANEMA COUTO E SILVA**

**STARTUPS EM ESTÁGIO INICIAL: MÉTODOS DE VALUATION  
UTILIZADOS NO BRASIL**

**Rio de Janeiro - RJ**

**2022**

**ARTHUR LEMOS CAPANEMA COUTO E SILVA**

**STARTUPS EM ESTÁGIO INICIAL: MÉTODOS DE VALUATION  
UTILIZADOS NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Bacharel em Administração à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro (FACC/UFRJ).

Orientador: Professor Luiz Carlos Feitosa de Moura

**Rio de Janeiro - RJ**

**2022**

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	<b>4</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>7</b>
<b>2.1. Venture capital early stage no Brasil</b>	<b>8</b>
2.1.1. Origem: 1970-1980	9
2.1.2. Estruturação: 1981-1984	10
2.1.3. Crescimento: 1995-Atual	11
<b>2.2. Avaliação de startups early stage</b>	<b>14</b>
2.2.1. Critérios de avaliação de startups early stage	14
<b>2.3. Métodos de valuation de startups early stage</b>	<b>15</b>
<b>3. HIPÓTESES</b>	<b>20</b>
<b>4. METODOLOGIA</b>	<b>22</b>
4.1. Classificação da pesquisa, método, técnica de coleta de dados	22
4.2. Participantes da pesquisa	23
4.3. Instrumento	23
4.4. Procedimentos de coleta e análise dos dados	24
<b>5. RESULTADOS</b>	<b>24</b>
5.1. Estado atual do mercado brasileiro de venture capital early stage	24
5.2. Relação entre os investimentos de venture capital early stage e de late stage em períodos de crise	26
5.3. Método de valuation de startups preferido pelas firmas de venture capital no Brasil	28
5.4. Critérios de seleção de startups para investimento de venture capital	32
<b>6. CONCLUSÕES</b>	<b>35</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>37</b>
<b>ANEXO – TRANSCRIÇÕES DE ENTREVISTAS</b>	<b>42</b>

## 1. INTRODUÇÃO

A inovação ganha crescente relevância, aliada à escalabilidade proveniente de novos modelos de negócios e tecnologias emergentes, tais como *blockchain*, realidade aumentada e virtual, além da própria evolução e importância da *internet*. Por possuírem base tecnológica e inovadora, as *startups* conquistam espaço no mercado com alta velocidade, criando novos produtos e mercados em todos os setores da economia, sobretudo naqueles relacionados à tecnologia e em *fintechs*.

Em escala global, já são mais de 1.000 “unicórnios” – *startups* que atingiram ou ultrapassaram o valor de mercado de US\$ 1 bilhão – e 50 decacórnios, com *valuation* acima de US\$ 10 bilhões. A *startup* mais valiosa do mundo, por exemplo, é a Bytedance, dona e criadora do aplicativo TikTok, com *valuation* estimado em US\$ 140 bilhões (CB INSIGHTS, 2022). No Brasil, especificamente, o IFood ocupa o título de mais valiosa, sendo também a segunda da América Latina, com valor de mercado de US\$ 5,4 bilhões (SANTANA, 2022). Vide lista publicada pela aceleradora Troposlab (TEIXEIRA, 2022), o país alcançou recentemente o marco de trinta “unicórnios”. Isso demonstra como o país latino-americano está aquém dos principais polos de inovação globais, porém evidencia uma oportunidade de expansão e desenvolvimento.

Assim, a indústria financeira do capital empreendedor, principal fonte de financiamento às *startups*, vem crescendo significativamente ao longo dos últimos anos. Segundo o relatório State of Venture 2021 Report do CV Insights, o montante investido em *startups* espalhadas pelo mundo, no ano de 2021, chegou a US\$ 621 bilhões, com aumento de 111% em relação ao ano anterior. Já no Brasil, segundo uma pesquisa da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP, 2022), os investimentos em *startups* via *venture capital* (VC) alcançaram o marco de R\$ 46,5 bilhões de reais em 2021, totalizando 319 rodadas de investimento.

A captação de investimentos se tornou tão importante para acelerar o crescimento de *startups* que a capacidade de atração de novos investimentos, participação em processos de *M&A* (*Mergers & Acquisitions*) e a própria abertura de capital via *IPO* (*Initial Public Offering*) se tornaram formas comuns de se definir o sucesso de uma *startup* (RODRIGUES *et al.*, 2021). Por se tratar de um investimento de risco, não há, necessariamente, um consenso que norteie o aporte inicial. O que existe, entretanto, é um padrão mínimo de melhores práticas pertinente às etapas de

seleção, avaliação, decisão e saída (MARQUES *et al.*, 2015), tal como o processo em diferentes estágios como forma de mitigação do risco (WRIGHT e ROBBIE, 1998) e multicriterial (MISHRA *et al.*, 2017), no qual características quantitativas e qualitativas são julgadas em conjunto, abrangendo desde o time até métricas específicas de negócio.

Neste sentido, ainda que seja crucial para o sucesso de uma *startup*, muitos empreendedores não têm clareza do processo pelo qual são avaliados, sobretudo de como o valor de sua companhia é calculado. Cabe, então, questionar: como as firmas de capital de risco brasileiras avaliam o valor de *startups* em estágio inicial, conhecido como *seed* e série A? Assim, o presente trabalho busca investigar os métodos de *valuation* e os diferentes critérios de avaliação adotados por investidores de capital de risco na análise do valor de *startups* em estágio inicial no Brasil.

Considerando a importância do investimento de risco e dada a relevância do tópico em questão, este trabalho tem como objetivo principal explorar e explicar o método de avaliação de *startups* por firmas de capital de risco no Brasil, colaborando tanto para a informação de empreendedores e novos entrantes quanto das firmas de *venture capital* já existentes. Espera-se, então, que tanto novos empreendedores quanto investidores possuam maior clareza em relação às boas práticas do mercado, minimizando, assim, assimetrias informacionais existentes no universo da pesquisa.

Para se atingir o objetivo geral, foram traçados objetivos específicos complementares. Primeiramente, será apresentado um panorama do mercado de *venture capital* brasileiro em 2022, suas expectativas de futuro a curto e médio prazo e suas idiosincrasias. Na sequência, busca-se identificar quais são os critérios mais comuns, sejam eles subjetivos ou objetivos, que impactam na avaliação do potencial de sucesso de uma *startup* enquanto ainda está em crescimento. Por fim, serão investigados os métodos de cálculo de *valuation* mais utilizados para definir o valor justo do negócio pelas firmas de *venture capital* no Brasil ao precificarem sua participação em *startups* em estágio inicial.

Assim, a relevância desta monografia mostra-se em apresentar como são orientadas as decisões de investimento nestas firmas, na busca por um modelo de negócios consistente e escalável em um mercado tecnológico promissor. Para além do exposto, se faz necessário discernir as particularidades do mercado de capital de risco no Brasil, mais especificamente em se tratando dos investimentos em *early stage*, área

esta que carece de investigação e estudos acadêmicos abordando as melhores práticas adotadas e, sobretudo, expondo diferenças culturais e sociais que destoam esse recorte específico do *venture capital* global e *late stage*.

É importante destacar, também, que métodos tradicionais de *valuation* adotados na definição do preço justo de ações listadas em Bolsa de Valores dificilmente se aplicam a *startups* pouco maduras. Dado o ciclo de vida destas empresas, seu fluxo de caixa é recente demais para se utilizar no cálculo de fluxo de caixa descontado, a taxa de risco corporativo é de difícil mensuração, justificando a compreensão de quais métodos são efetivamente utilizados neste processo, contribuindo com novas descobertas tanto acadêmicas quanto para investidores institucionais de capital de risco.

Neste sentido, Campani *et al.* (2021) aponta que a principal dificuldade em se avaliar uma *startup* é justamente a falta de uma metodologia universal aplicável a esse tipo de empresa. Muitos empreendedores, assim, iniciam a busca por aportes de capital de risco sem saber claramente pelo que e como serão avaliados seus negócios. Ao informá-los dos métodos mais comuns no mercado, espera-se que seja possível haver autoavaliações de valor mais realistas e condizentes com as expectativas dos investidores, incentivando, inclusive, mais negócios entre ambas as partes.

Com o intuito de enriquecer o trabalho com dados primários atualizados, optou-se pela realização de entrevistas semiestruturadas com sócios e diretores dos fundos de capital empreendedor reconhecidos no mercado, vide seus históricos de portfólios com saídas bem-sucedidas e resultados positivos em retorno aos seus sócios limitados (quem confia seu capital ao fundo para que seja investido). Ademais, artigos acadêmicos que abrangem temas similares ou complementares, disponibilizados em plataformas tais como o Google Acadêmico, o Capes e o SciELO, serão utilizados como referência, além de livros de Empreendedorismo e Administração Financeira referenciados em seção específica deste trabalho.

Diversos autores já contribuíram à literatura abordando os critérios de seleção de *startups* para investimento (CAMPANI *et al.*, 2021; MISHRA *et al.*, 2017; MARQUES *et al.*, 2015), ao passo que alguns direcionaram suas pesquisas aos métodos de *valuation* desses empreendimentos de alto risco (CAMPANI *et al.*, 2021; CARRETE *et al.*, 2020; HSU, 2007). Percebe-se, no entanto, que há poucos estudos acadêmicos no Brasil relacionados à temática de *venture capital* e *valuation* de *startups*, e nenhum que trate

especificamente da avaliação de *startups* em estágio inicial. Assim, este estudo visa aprofundar-se nas práticas de mercado ao entrevistar tomadores de decisão de fundos de investimentos de risco, utilizando-se do critério comparativo entre os diferentes métodos adotados, ao contrário da maior parte das pesquisas que teve como fonte principal apenas a revisão da literatura acadêmica na área.

Logo, enriquecer a discussão acerca do tema com dados científicos e de forma estruturada é mais um motivo para a realização desta monografia, recorte inexplorado e de notório interesse dentre os profissionais de *venture capital* e empreendedores de *startups*. Focando no cenário brasileiro, esta pesquisa se torna ainda mais inédita e valiosa visto o fortalecimento da indústria de capital de risco no país nos últimos cinco anos. Segundo levantamento feito pela KPMG em conjunto com a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), houve crescimento de 51,67% da indústria entre os anos de 2017 e 2021, por exemplo, ao passo que em 2021 atingiu-se a maior alta histórica, 218% superior ao ano de 2020, com 363 aportes e volume total de R46,5 bilhões.

As sessões seguintes estão estruturadas do seguinte modo: a próxima seção apresenta o referencial teórico sob o qual se constrói o conhecimento do estudo, tratando de conceituações sobre *startups* e o *venture capital*, com enfoque em aportes *early stage* e no mercado brasileiro. Em sequência, será apresentada a metodologia aplicada de forma detalhada: o tipo de pesquisa, o universo e a amostra utilizados, e o instrumento de coleta e tratamento dos dados, finalizando com a metodologia utilizada para alcançar os objetivos geral e específicos supracitados. Então, serão apresentados os resultados da pesquisa na intenção de responder ao problema de pesquisa apresentado. Por fim, a conclusão apresenta os principais resultados encontrados, as limitações da pesquisa, sugestões para pesquisas futuras na área e suas implicações práticas.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

A seguir, foram abordados os materiais teóricos que serviram de referência para o aprofundamento do conteúdo que constitui essa monografia. Estes foram selecionados a partir do portal de periódicos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), Scientific Periodicals Electronic Library (Spell), Scientific Electronic Library Online (SciElo) e Google Acadêmico, através de pesquisa incluindo

palavras-chave tais como “*venture capital*”, “capital de risco”, “capital empreendedor”, “*valuation*” e “*startups*”.

Foi então realizada a leitura dos resumos dos artigos cujos títulos mais se aproximavam do objetivo deste estudo, com o intuito de selecionar aqueles que tratassem mais especificamente da temática escolhida. Outrossim, foram extraídos trechos de livros de referência nos temas de empreendedorismo e finanças corporativas. Esse capítulo, então, tem como objetivo apresentar o referencial teórico que direciona o desenvolvimento e embasamento científico do presente trabalho, dividido em três diferentes subseções em consonância com os objetivos específicos do presente estudo.

Assim, a primeira subseção do referencial apresenta panorama geral do mercado de *venture capital* brasileiro, com discussão teórica acerca dos termos “*startup*” e “*venture capital*”, contextualizando brevemente o cenário do capital empreendedor no país. Na sequência, a segunda subseção apresenta e compara os critérios avaliativos sob os quais as startups são julgadas por investidores, incluindo obras seminais tais como Marques *et al.* (2015) e Campani *et al.* (2021). Por fim, de maneira complementar ao tópico anterior, apresenta discussão teórica acerca dos métodos de avaliação de *startups early stage*, diferenciando-se da anterior ao abordar os métodos de cálculo mais comuns para estimativa de *valuation* delas. Os métodos são formas de quantificar o valor da *startup* através desses critérios, muitas vezes atribuindo variáveis quantitativas aos critérios qualitativos a fim de encontrar um valor final coerente e de retórica justificável.

## 2.1. VENTURE CAPITAL EARLY STAGE NO BRASIL

Em obra seminal de vasta importância a empreendedores e investidores de capital de risco, está “A startup enxuta”, de Eric Ries (2012), a qual distingue *startup* como “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”. A visão de Ries complementa a de Steve Blank, outrora seu mentor, que caracteriza *startup* como “uma organização temporária em busca de um modelo de negócios repetível, escalável e lucrativo” (BLANK, 2010).

Ambas as definições de *startup* trazem aspectos importantes para seu entendimento. Por um lado, Ries ressalta a condição de extrema incerteza<sup>1</sup>, dado que em um mercado novo ou de produtos inovadores, a entrada nele é um processo moroso e conturbado. Por outro, Blank ressalta a efemeridade do estado de *startup*, que termina na maioria das vezes na falência do negócio ou na consolidação como uma empresa em cenário estável, sendo o modelo de negócios repetível<sup>2</sup> e escalável o que mais diferencia uma *startup* de um negócio tradicional.

Para financiar o desenvolvimento de novos empreendimentos tecnológicos, o *venture capital* surgiu no Brasil ainda na década de 1970, fundamentalmente pela iniciativa do governo federal (De Sá, 2017). De Sá (2017) contribui para a literatura com a seguinte explicação, que salienta a relação de risco e retorno particular do capital empreendedor:

Venture capital é uma modalidade de investimento utilizada para apoiar negócios por meio da compra de uma participação acionária, geralmente minoritária, com objetivo de ter as ações valorizadas para posterior saída da operação. O risco se dá pela aposta em empresas cujo potencial de valorização é elevado e o retorno esperado é idêntico ao risco que os investidores querem correr”. (DE SÁ, 2017, p. 107)

A evolução dessa indústria no Brasil foi rastreada por Pavani (2003), dividindo-a em três fases, de acordo com a variação de intensidade e de modelo de atuação do capital empreendedor: Origem (1970 a 1980), Estruturação (1981 a 1994) e Crescimento (a partir de 1995). A seguir, cada fase será explorada à luz da obra do autor (Pavani, 2003).

### **2.1.1. Origem: 1970-1980**

Na primeira fase da indústria de capital empreendedor no país, denominada Origem e compreendida na década de 70, o governo federal cumpriu um papel primordial ao investir em grandes projetos, apoiados basicamente pelo Banco Nacional

---

<sup>1</sup> No decorrer do trabalho, o conceito adotado por Steve Blank (2010) será predominante, com o adendo do que Ries denominou “condições de extrema incerteza”, visto que o fato do cenário externo ser dinâmico e imprevisível é essencial para o crescimento exponencial buscado por uma startup.

<sup>2</sup> Repetível, aqui, se refere à capacidade de replicar processos e um modelo de gestão com rapidez e padrão de qualidade. Já escalável se refere à capacidade de aumentar a base de clientes e o alcance da solução exponencialmente, sem que os custos para entregá-la cresçam proporcionalmente.

de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep). O primeiro criou a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a Insumos Básicos S.A. (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa). Estas subsidiárias tinham como prioridade empresas maiores e mais organizadas, enquanto também apoiaram setores-chave da política industrial do II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento, aprovado em 1975) do Governo Geisel. O plano previa mudanças significativas de ordem social e urbana, porém estas permaneceram marginalizadas, e o plano representou preponderantemente um plano desenvolvimentista para a economia (OLIVEIRA, 2018).

A Finep, por sua vez, criou o Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (Adten) em 1976, que, de acordo com Pavani (2003), “previa diversas modalidades de financiamento de risco através de debêntures, ações, empréstimos amortizáveis por meio de royalties, amortizações ligadas ao sucesso, dentre outras”. Por conta da carteira deficitária, o programa foi encerrado ainda em 1991.

### **2.1.2. Estruturação: 1981-1984**

A segunda fase da indústria de capital empreendedor do país, denominada Estruturação e compreendida na primeira metade dos anos 80, foi marcada por aguda instabilidade econômica, associada a altas taxas de juros, que desestimulavam a tomada de risco por parte dos investidores. Apesar disso, algumas iniciativas importantes para a atividade de capital de risco foram implementadas no país, tais como BNDESPar, Brasilpar e CRP.

O BNDESPar, subsidiária pertencente ao sistema BNDES<sup>3</sup> e em atuação até os dias de hoje, cumpriu o papel de investir em firmas regionais de capital empreendedor, a troca de participação minoritária, com um total de US\$ 14 milhões administrados à época. Já a Brasilpar é considerada a primeira empresa da indústria de *venture capital* do Brasil, tendo sido criada ainda em 1975. O setor de tecnologia da informação foi dominante em seu portfólio, compreendendo aquisições de várias companhias. Há também a CRP Companhia de Participações, vista pelo mercado como uma das

---

<sup>3</sup> Segundo informações constantes no próprio site do BNDES, o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) conta com duas subsidiárias integrais: a Finame (Agência Especial de Financiamento Industrial) e a BNDES Participações. Juntas, as três empresas compreendem o Sistema BNDES, principal instrumento do governo federal para financiamentos de longo prazo, com ênfase no estímulo à iniciativa privada nacional.

precursoras do capital de risco no país até então, criada em 1981 e tendo realizado investimentos em 23 empresas, totalizando o valor de US\$ 7,5 milhões e investimento médio por empresa de US\$ 320 mil.

Cabe ressaltar, também, que este período trouxe os primeiros marcos regulatórios do segmento. Neste sentido, destaca-se a publicação do Decreto-Lei 2.287, de 23 de julho de 1986, e das resoluções do Banco Central nº 1.184, de 04 de setembro de 1986, e nº 1.346, de 18 de junho de 1987, que criaram a figura da Sociedade de Capital de Risco. Adicionalmente, em 25 de março de 1994, a CVM publicou a Instrução nº 209, dispondo sobre “a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes e foi sob ela que foram criados alguns dos fundos atuantes dos dias de hoje” (PAVANI, 2003).

### 2.1.3. Crescimento: 1995-Atual

Por volta dos anos 2000, acompanhado do pico e consequente estouro da bolha das “pontocom” (PERKINS, 1999; LJUNGQVIST, 2003), o mercado de *venture capital* brasileiro passou pela fase de Crescimento. Houve aumento substancial no número de investidores e de operações no país, com a fundação da Associação Brasileira de *private equity* e *venture capital* (ABVCAP), um de seus importantes marcos (MEIRELLES *et al.*, 2008). Entre 2004 e 2009, a indústria de *venture capital* estagnou em número de firmas no Brasil, com fundos migrando de estágios mais iniciais, de *seed capital* e *start-up*, para financiar o crescimento agressivo e escala dos empreendimentos. Carvalho *et al.* (2014) demonstra a progressão deste mercado em tabela (Tabela 1, abaixo) comparativa entre *private equity* (PE) e *venture capital* (VC):

Tabela 1: Evolução do mercado de *private equity* e *venture capital* (2004 - 2009)

Stage	2004		2009	
	Number of firms	% of Portfolio	Number of firms	% of Portfolio
<b>Venture Capital</b>	<b>204</b>	<b>66.7</b>	<b>203</b>	<b>46.9</b>
Seed Capital	36	11.8	33	7.6
Start-up	72	23.5	57	13.2
Expansion	96	31.4	113	26.1
<b>Private Equity</b>	<b>102</b>	<b>33.3</b>	<b>230</b>	<b>53.1</b>
Late Stage	42	13.7	186	43.0
Other Stages	17	5.6	17	3.9
PIPEs	43	14.1	27	6.2
<b>Without Information</b>	<b>0</b>	<b>–</b>	<b>69</b>	<b>–</b>
<b>Total</b>	<b>306</b>	<b>100</b>	<b>502</b>	<b>100</b>

(Fonte: CARVALHO *et al.*, 2014)

Percebe-se, assim, que, ainda na primeira década do século XXI, o número de firmas de *private equity* (PE) mais que dobrou em cinco anos, ao passo que o número de negócios relacionados ao mercado de *venture capital* (VC) quase não se modificou, sendo ultrapassado, inclusive, pelo de Private Equity com o passar dos anos. Destaca-se também uma movimentação geral do setor com enfoque em estágios avançados do desenvolvimento dos empreendimentos (*late stage*), muito em virtude do menor risco associado aos projetos em questão deste tipo.

Cabe ressaltar ainda que sua expressividade cresceu vertiginosamente na segunda década no século XXI, intensificando-se consistentemente desde então. Entre 2015 e 2021, por exemplo, o *venture capital* saiu de US\$ 1,2 milhões para alcançar US\$ 46,5 milhões em 2021, despontando com um crescimento de 3.875%. Conforme evidenciado no Gráfico 1, percebe-se que o montante investido em *startups* no Brasil começou a crescer significativamente a partir de 2018 e seguiu de tal modo até o ano de 2021 (ABVCAP, 2022).

Gráfico 1: Progressão do mercado de venture capital brasileiro de 2015 a 2021

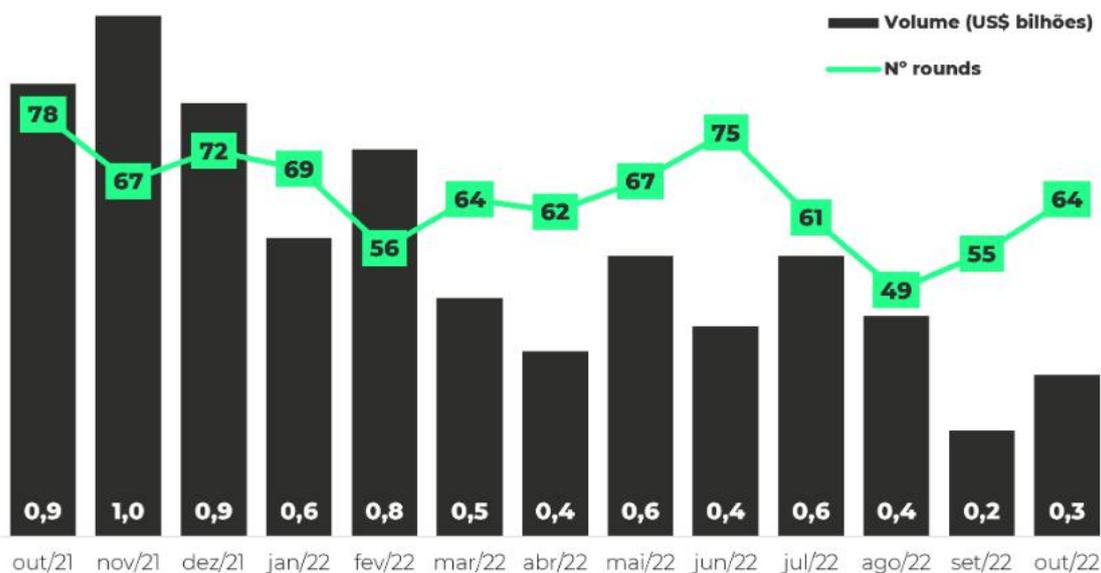


(Fonte: ABVCAP, 2022)

O cenário no ano de 2022, entretanto, é de queda, devido à contração dos investimentos *late stage*, relacionados às startups já maduras e em processo de escala. De acordo com o blog Startups.com (2022), os investimentos de VC recuaram 51,7% comparando-se o primeiro semestre de 2022 com o mesmo período em 2021, resultado consoante ao apresentado por Belucci *et al.* (2022), que ressaltam que a pandemia da COVID-19 causou uma parada sem precedentes na atividade econômica e uma contração global e generalizada no PIB.

De maneira complementar, o gráfico abaixo mostra a relação entre o volume investido em startups no Brasil (em US\$ bilhões) e a quantidade de rodadas de aportes, tendo ambos diminuído no período compreendido entre outubro de 2021 e outubro de 2022. No entanto, no último mês do gráfico, percebe-se um aumento substancial do número de *rounds*, voltando à média (do período de um ano) de sessenta e quatro rodadas no mês. Ao longo de todo o ano, percebe-se uma queda nos volume e quantidade de rodadas, sendo que essa manteve maior estabilidade.

Gráfico 2: Investimentos VC no Brasil - volume de investimentos (US\$ bilhões) e número de rounds



(Fonte: SLING HUB, 2022)

Essa classe de investimento vem ganhando crescente relevância no país, saltando de R\$ 1,2 bilhões investidos em 2015 para R\$ 46,5 bilhões em 2021 (ABVCAP, 2022).

Entretanto, como apontado por Campani *et al.* (2021, tradução livre), “a ausência de investidores de VC no Mercado Brasileiro cria um ambiente de investimentos altamente competitivo por dinheiro”. De Sá (2017) comenta ainda que:

“Apesar de não ser uma legislação que trate as questões dos Fundos de Capital de Risco, foi a que se mostrou mais adequada para fundos que começaram a ser criados no Brasil com a participação de recursos públicos, como aqueles patrocinados pelo BNDES e Finep, de instituições paraestatais (Sebrae, Sesi, Senai, etc.) ou de fundos de pensão brasileiros.” (DE SÁ, 2017, p. 102)

## 2.2. AVALIAÇÃO DE *STARTUPS EARLY STAGE*

Avaliar *startups* não é uma tarefa fácil, sobretudo em se tratando de empresas em estágio inicial. De modo geral, estão iniciando seu desenvolvimento, testando uma miríade de hipóteses quanto ao encaixe da sua solução com o problema do cliente tido como ideal e com o mercado como um todo. É uma fase de muitas transformações, erros e decisões críticas, o que torna a definição e avaliação delas um assunto deveras complexo, mas não mais do que o cálculo do valor final do empreendimento. Nesta seção, serão abordados os critérios pelos quais as *startups early stage* tendem a ser criticadas e selecionadas para receptarem aportes financeiros e como os investidores encontram o valor justo pelo qual se vale pagar por uma parcela do negócio.

### 2.2.1. Critérios de avaliação de *startups early stage*

Conforme apontado por Marques *et al.* (2015, p. 330), “os critérios relacionados à equipe e administração, produto e mercado, competência da administração e os critérios do fundo<sup>4</sup> são os elementos de maior relevância no processo de decisão”. Assim, tem-se que os principais critérios são de caráter qualitativo (equipe e administração, competência da administração) ou híbrido (produto e mercado, critérios do fundo), e não puramente quantitativos.

Em contrapartida, resultados recentes apresentados por Campani *et al.* (2021) demonstram que o único critério com significância estatística foi a experiência da alta gestão da *startup*. A causa das outras variáveis não terem sido consideradas significativas foi devido à baixa disponibilidade de dados e informações públicas sobre as negociações de capital de risco no Brasil, insuficientes para se inferir conclusões

---

<sup>4</sup> Especialização e/ou regionalização da carteira de investimentos, além de aspectos da regulação brasileira, que estabelece limites para as empresas-alvo (MARQUES *et al.*, 2015).

quanto a elas. Entretanto, a experiência da alta gestão, critério majoritariamente qualitativo, se apresenta como o mais relevante nos métodos de avaliação do *venture capital* brasileiro, em consonância com os resultados encontrados previamente por Marques *et al.* (2015).

Nota-se ainda que, segundo contribuição seminal de Macmillan *et al.* (1985), cinco dos dez mais importantes critérios determinantes para decisões de investimento em estágio inicial são relativos à experiência ou personalidade do empreendedor. Tal como os estudos de acadêmicos centrados no Brasil (MARQUES *et al.*, 2015; CAMPANI *et al.*, 2021), esse artigo, ainda que conduzido em território diferente do brasileiro e mesmo que em década passada, indica que critérios qualitativos e referentes à equipe da alta gestão são os que ocupam maior peso nas escolhas dos investidores, fortalecendo, assim, a premissa de que os critérios qualitativos referentes às competências da equipe gestora prevalecem na análise de *startups early stage*.

### 2.3. MÉTODOS DE VALUATION DE STARTUPS EARLY STAGE

Inúmeras técnicas de *valuation* são consagradas no mercado financeiro e adotadas extensamente por investidores, tais como o critério do fluxo de caixa descontado, avaliação por múltiplos, dentre outros complementares que possuem embasamento, em sua grande maioria, através de análises fundamentalistas. Contudo, conforme apontado por Montani (2020), “métodos tradicionais de *valuation* (abordagem de custos, abordagem de receita e abordagem de mercado) são inadequados para *startups*” (tradução livre). Este fato se dá uma vez que *startups* em estágio inicial são inerentemente carentes de dados históricos de receita, fluxos de caixa e dados de mercado para comparação, aliado ao fato que os ativos são intangíveis e difíceis de se avaliar de modo objetivo, tal como exposto inicialmente por Dusatkova & Zinecker (2016).

Desta maneira, Montani (2020) distingue diferentes métodos adotados especificamente para a avaliação de *startups*, frequentemente discutidos pela literatura acadêmica (TRICHKOVA, KANARYAN, 2015; DE SÁ, 2017), tais como os métodos de Opção Real, Venture Capital, First Chicago e Demonstração de Fluxo de Caixa Modificado. Todos buscam, em sua essência, propor um valor justo para uma *startup* com escassez de informações e apoio em previsões de futuros prováveis, diferenciando-

se individualmente pelos níveis de subjetividade e de influência de decisões e oportunidades futuras nas avaliações realizadas.

O Método de Opção Real (MOP), por exemplo, busca capturar a flexibilidade gerencial do negócio para se adaptar e revisar decisões em resposta de mudanças inesperadas no desenvolvimento do mercado. Por ser muito subjetivo, Montani (2020) o classifica mais como um modelo conceitual do que uma técnica de *valuation* propriamente dita. Segundo a visão de Keeley *et al.* (1996), entretanto, é o mais recomendado, visto que é capaz de replicar o valor acumulado da experiência dos parâmetros expressos pelas “*rules of thumb*” da comunidade global de *venture capital*. A equação que resume o MOP é simples, sendo o valor da empresa igual ao valor da operação existente somado ao valor do portfólio de opções reais<sup>5</sup> da companhia.

Há também o Método Venture Capital (MVC), criado ainda em 1987 e baseado no tradicional método do Fluxo de Caixa Descontado (KEELEY *et al.*, 1996). Ao ser comparado com o previamente exposto MOP, sua fraqueza mais contundente é presumir um *follow-on*<sup>6</sup> que na realidade só acontece em cenários otimistas, mas para compensar tanto risco, sacrifica os valores dos múltiplos de *valuation* da *startup* (KEELEY *et al.*, 1996, p. 134). O MVC mede o valor da companhia pelo valor presente líquido de seu caixa no cenário mais provável, presumindo que este seja de sucesso e considerando-se um horizonte temporal e taxas que reflitam o alto risco envolvido no aporte (MONTANI, 2020).

Merece especial enfoque o Método First Chicago<sup>7</sup>, tido como a evolução do Método Venture Capital. Ele combina tanto a análise de Múltiplos de Preço de Indústria quanto a abordagem tradicional de Fluxo de Caixa Descontado (TRICHKOVA, KANARYAN, 2015). Em linhas gerais, funciona através de uma projeção de cenários: otimista (IPO<sup>8</sup> bem-sucedido ao fim do horizonte de investimento), estável (fluxo estável de dividendos, porém sem alcançar o IPO) e pessimista (falha do investimento).

---

<sup>5</sup> Por opções reais, faz-se uma analogia na qual o conjunto de decisões gerenciais de uma startup são similares a opções financeira, envolvendo escolhas incrementais e sequenciais. Como exemplo do caso em questão, pode-se enxergar uma oportunidade como uma opção, visto que é demandado um investimento no curto prazo a um certo risco na intenção de colher frutos no longo prazo.

<sup>6</sup> Investimento subsequente realizado em uma mesma companhia, pelo mesmo investidor.

<sup>7</sup> O Método First Chicago leva o nome de seu próprio criador, o Banco First Chicago, um banco de varejo e comercial que data sua criação em 1863. É um dos cinco maiores bancos privados de Chicago.

<sup>8</sup> IPO, ou Oferta Pública Inicial, é um procedimento onde as ações de uma empresa passam a ser vendidas em uma bolsa de valores.

Com os cenários definidos, a probabilidade de cada um é calculada e servem como pesos para a média ponderada que resultará no *valuation* da *startup*.

Há também o funcionamento do método DFC Modificado, variação do método DFC, específica para avaliação de negócios de risco elevado. Para suprir a falta de dados históricos, utilizam-se duas metodologias alternativas: a abordagem *top-down* e a abordagem *bottom-up* (MONTANI, 2020). A primeira, parte da visão de futuro da companhia, estimando seu *market share* potencial e as respectivas margens operacionais aliadas à receita para então avaliar quais investimentos serão necessários para superar seus objetivos. A segunda, entretanto, estima antes a necessidade de investimento para crescimento do negócio, levando em conta a capacidade produtiva e, a partir disso, calcula a receita esperada e os custos operacionais. Nos dois caminhos os impostos são estimados nas etapas finais.

De maneira complementar, há também os métodos empiricamente desenvolvidos por investidores, tais como a Regra de Terços, o Método de Substituição, o Balanço Patrimonial Baseado em Valor, o Método Berkus, o Método Scorecard e Avaliadores Automáticos da Web, tal como elaborados por Montani *et al.* (2020) e apresentados nos parágrafos seguintes.

A “Regra de Terços”, método simples e arbitrário que considera que toda *startup* tem a presença de três grupos fundamentais: os fundadores, os gestores (que comumente recebem ações por meio de um *stock option plan*<sup>9</sup>) e investidores externos. Imaginando que cada um tenha um terço do total do capital, o resultado é a regra de terços, na qual, a cada rodada de financiamento, o *valuation post-money* do negócio é igual ao triplo da participação ofertada pelo investidor. Assim, uma *startup* que inicialmente vale US\$ 3 milhões, ao receber um aporte de *venture capital* de US\$ 2 milhões, atinge um *valuation post-money* de US\$ 6 milhões, o triplo do valor do *equity* do investidor externo – mantendo-se constante sua participação na companhia na proporção de um terço.

Há também os métodos de Substituição e o Balanço Patrimonial Baseado em Valor, ambos provenientes da abordagem de custo. No primeiro, calcula-se o valor do

---

<sup>9</sup> A opção de compra de ações representa um direito, de natureza contratual, com base no qual o seu titular, administrador ou empregado da companhia, ou pessoa natural que lhe preste serviços ou a outra sociedade controlada, pode subscrever, nas condições aprovadas pela assembleia geral, ações de emissão da companhia, pagando o respectivo preço (ARAGÃO, 1988, p.1).

empreendimento estimando todos os custos que seriam necessários para recriar a mesma empresa, na mesma fase do ciclo de vida a qual a empresa se encontra. O outro, em sua linha, parte do valor presente dos ativos e passivos e do perfil de risco da firma de VC para chegar ao *valuation* final.

Já o método Berkus foi criado por Dave Berkus em 1996, e modificado ao longo do tempo tanto pelo próprio Berkus, quanto por outros investidores-anjo. O método é adequado para *startups* em estado pré-receita e apropriado para *startups* com chances positivas de atingir uma receita de 20 milhões de dólares no seu quinto ano de vida. Nele, cinco fatores de risco podem somar até meio milhão de dólares cada, não podendo exceder 2,5 milhões de dólares no total. São eles: valor básico da ideia, protótipo ou tecnologia existente, time gerencial de qualidade, relações estratégicas e capacidade de produção e venda.

Semelhante ao método Berkus, no que se refere ao estado adequado da empresa (pré-receita) e aplicação de critérios qualitativos, há também o Método Scorecard que possui duas etapas. Na primeira, se estabelece a média de *valuation pre-money* (antes do aporte) de empresas pré-receita operando no mesmo escopo geográfico e setorial. Em seguida, são aplicadas seis variáveis potenciais, com pesos relativos que, somados e multiplicados pelo *valuation* médio do mercado obtido anteriormente, resultam no valor final do empreendimento: força do time gerencial (0-30%), tamanho da oportunidade/escalabilidade (0-25%), produto/tecnologia (0-15%), ambiente competitivo (0-10%), marketing/canais de vendas/parcerias (0-10%), necessidade de investimento adicional (0-5%) e outros (0-5%).

Por fim, os Avaliadores Automáticos da Web são *websites* com ferramentas de cálculo automático de *valuation* de *startups* ao se responder uma série de perguntas. A padronização e simplificação neste modelo pode ser excessiva, porém são muitas vezes gratuitos, tal como o do site “Smart Money Education” de João Braga, tido como o melhor investidor-anjo do Brasil, premiado quatro vezes pelo Startup Awards, e fundador da Bossanova Investimentos, VC mais ativo da América Latina, com mais de 1.500 *startups* no portfólio e mais de 1.900 investimentos realizados.

De Sá (2017) destaca em sua pesquisa três principais métodos, sendo eles o Método Berkus, o Método Scorecard e o Método Risk Factor Summation. Este último, entretanto, não mencionado pelos demais autores, analisa doze tipos de riscos: quanto

maiores forem, menor o valor da *startup*. Nele, se atribuem pontos numa escala de -2 a +2 para cada critério, sendo que cada ponto soma ou subtrai US\$ 250 mil do *valuation* da companhia. Os fatores de risco avaliados são: time, estágio do negócio, competição, político, fabricação, vendas, capital, tecnologia, legal, internacional e de reputação.

A seguir, a Tabela 2 apresenta quadro resumo com síntese de todos os métodos mencionados anteriormente, o tipo de metodologia adjacente (ora quantitativo, qualitativo ou híbrido), acrescido de informações complementares importantes:

Tabela 2: Métodos de *valuation* de *startups* em estágio inicial

<b>Método</b>	<b>Tipo</b>	<b>Resumo</b>
Opção real	Híbrido	O valor da empresa é igual ao valor da operação existente somado ao valor do portfólio de opções reais (decisões estratégicas) da companhia.
Venture capital	Qualitativo	O valor da empresa é igual ao valor presente líquido de seu caixa no cenário mais provável, presumindo que este seja de sucesso.
First Chicago	Híbrido	O valor da empresa é dado pela projeção de cenários que consideram a probabilidade de ocorrência de cada um destes, utilizando-se da média ponderada.
DFC modificado	Quantitativo	O valor da empresa depende de estimativas dos principais indicadores financeiros e operacionais. Se trata de uma variação do método DFC específica para a avaliação de negócios de risco elevado.
Regra de terços	Quantitativo	O valor da empresa (após o aporte), a cada rodada de financiamento, é igual ao triplo da participação ofertada pelo investidor.
Substituição	Quantitativo	O valor da empresa parte da estimativa de todos os custos que seriam necessários para recriar a mesma empresa, na mesma fase do ciclo de vida a qual a empresa se encontra.
BP baseado em valor	Híbrido	O valor da empresa se dá a partir do valor presente dos ativos e passivos e do perfil de risco da firma de VC para chegar ao <i>valuation</i> final.
Berkus	Qualitativo	O valor da empresa provém de cinco fatores de risco que podem somar até meio milhão de dólares cada, não podendo exceder 2,5 milhões de dólares no total.
Scorecard	Qualitativo	O valor da empresa é a média de <i>valuation pre-money</i> de <i>startups</i> similares acrescida de seis variáveis potenciais, com pesos relativos.

Avaliadores automáticos web	Híbrido	O valor da empresa é calculado por <i>Websites</i> com ferramentas de cálculo automático de <i>valuation</i> .
Risk factor summation	Qualitativo	O valor da empresa tem origem na análise de doze tipos de riscos: quanto maiores forem, menor o valor da startup.

(Fonte: Aatoria própria, 2022)

Por outro lado, a conclusão encontrada por Montani (2020) é de que não há atualmente um método “perfeito” e todos os diferentes modelos analisados têm limites significantes e muito espaço para melhoria. Tal conclusão vai ao encontro dos objetivos inicialmente expostos do presente trabalho e pretende abrir espaço para discussão mais a frente conforme evolução da discussão aqui exposta. Deste modo, intenciona-se fomentar e acrescentar à discussão científica quanto às práticas de *valuation early stage* presentes na atualidade e em cenário pandêmico, tanto na instância acadêmica quanto nos mercados de *private equity* e *venture capital* em si.

### 3. HIPÓTESES

No decorrer dos últimos anos, o mercado de *venture capital* cresceu vertiginosamente no Brasil. Desde 2018, especificamente, o país tem fomentado a viabilidade de *startups* com status de “unicórnio”, tal como são conhecidas aquelas que atingem um valor de mercado de US\$ 1 bilhão, já tendo, inclusive, alcançado o marco de trinta “unicórnios”, vide lista publicada recentemente pela aceleradora Troposlab (TEIXEIRA, 2022). Assim, conforme informações expostas nos gráficos 1 e 2 apresentados na seção 2.1.3 do Referencial Teórico, ao passo que os anos de 2020 e 2021 apresentaram crescimento expressivo no volume financeiro aportado em *startups* no Brasil, no ano de 2022 esse número tem caído, apesar da quantidade de aportes ter se mantido alta. Postula-se, então, a primeira hipótese do presente trabalho:

*Hipótese 1: O mercado brasileiro de venture capital early stage segue em crescimento acelerado, apesar das recentes adversidades*<sup>10</sup>

A pandemia da COVID-19 modificou o cenário que vinha se estabelecendo até seu advento, fazendo com que investimentos em *startups late stage* reduzissem consideravelmente no mundo inteiro. Assim, cortes expressivos da força de trabalho se tornaram prática comum dentre aquelas que captaram aportes a *valuations* exorbitantes, tornando-as menos atraentes para os investidores devido à crise global. No Brasil, todavia, os números demonstram um comportamento distinto, conforme contemplado no Gráfico 2, previamente exposto na seção 2.1.3 do Referencial Teórico, visto que o mercado de VC *early stage* tornou-se predominante, com um número crescente de rodadas, embora de volume menos expressivo. Enquanto isso, estudos recentes de Belluci *et al.* (2022) demonstraram que não houve diferença significativa quanto aos estágios dos empreendimentos em âmbito global, contrapondo o movimento percebido localmente. Assim, postula-se:

*Hipótese 2: Os investimentos de venture capital early stage caminham em direção oposta aos de late stage em períodos de crise.*

Devido às particularidades das *startups* e dos ambientes em que se encontram, a variar conforme termos geográficos, demográficos, econômicos, políticos e sociais, o uso de um método padronizado e universal de assertividade comprovada torna-se inverossímil. Assim, elocubra-se que cada firma de *venture capital* tenha desenvolvido seu próprio método de avaliação, predominantemente automatizado, por mais que a palavra final quanto ao *valuation*, volume do aporte financeiro e porcentagem de *equity* de cada rodada sejam ainda inferidos pelos gestores e donos do fundo. Um dos métodos de *valuation* mencionados por Marques *et al.* (2015), por exemplo, tal como explicitado anteriormente no Referencial Teórico do presente artigo, contempla os avaliadores automáticos *web*, a forma mais customizável de avaliação de *startups*. Dessa maneira, postula-se que:

*Hipótese 3: O mercado de venture capital early stage brasileiro tem preferência pelo uso de avaliadores automáticos próprios para cálculo do valuation de startups.*

---

<sup>10</sup> As duas principais adversidades que geraram a atual crise econômica são a pandemia do coronavírus, iniciada no final de 2019 em Wuhan, China, e a guerra Russo-Ucraniana, conflito armado que começou em 20 de fevereiro de 2022 e segue prolongando-se até a escrita do presente artigo (2022).

Com o intuito de melhor compreendermos como as *startups* se tornam aptas para receber aportes e são selecionadas pelas firmas de VC, postula-se uma quarta hipótese em concordância com os estudos referenciados na seção 2.2.1 do capítulo de Referencial Teórico. Eles afirmam que o “núcleo duro” do time é o principal critério de análise dos investidores (MARQUES *et al.*, 2015; CAMPANI *et al.*, 2021; MACMILLAN *et al.*, 1985), ao passo que não se aprofundam no que significa uma equipe com potencial suficiente para justificar o investimento de alto risco. Assim, coloca-se em pauta a seguinte questão:

*Hipótese 4: Complementariedade dos perfis da equipe fundadora é o principal critério que distingue uma startup de alto potencial.*

#### **4. METODOLOGIA**

##### **4.1. CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA, MÉTODO, TÉCNICA DE COLETA DE DADOS**

A técnica de coleta de dados escolhida para o presente artigo foi a entrevista semiestruturada (BAUER e GASKELL, 2002), classificada quanto aos fins como pesquisa descritiva e quanto aos meios como pesquisa de campo. Vergara (1990) define a pesquisa descritiva como “exposição das características de determinada população ou de determinado fenômeno”. Neste sentido, esta pesquisa busca analisar o comportamento dos investidores de capital empreendedor brasileiros com foco em estágio inicial, referente aos critérios de avaliação e os métodos de *valuation* por eles adotados.

Segundo a autora (op. cit.), o significado de pesquisa de campo decorre de uma “investigação empírica realizada no local onde ocorre ou ocorreu um fenômeno ou, ainda, que dispõe de elementos para explicá-lo”. Como pesquisa de campo, o estudo abordará tomadores de decisão de fundos de VC na tentativa de identificar padrões entre suas percepções relacionadas ao estado atual do mercado de VC de estágio inicial no Brasil e sua recente evolução frente às adversidades do mercado, tais como a Guerra Russo-Ucraniana e a pandemia da COVID-19.

## 4.2. PARTICIPANTES DA PESQUISA

Para este estudo, foram selecionadas entre 5 e 10 firmas de *venture capital* que investem em startups em estágio inicial no Brasil, podendo ser firmas brasileiras ou estrangeiras com fundos ativos no país. A quantidade de respondentes foi decidida com fundamento na teoria de que “não existe um método para selecionar os entrevistados das investigações qualitativas. (...) o pesquisador deve usar sua imaginação social científica para montar a seleção dos respondentes” (GLASKELL, 2002, p. 70).

Quanto ao perfil dos entrevistados, a prioridade foi para sócios e diretores dessas firmas. Na ausência do contato com esses, recorreu-se a *associates* e coordenadores, desde que tivessem ao menos três anos de experiência no setor. A seleção por acessibilidade utilizada no presente artigo envolve a escolha dos sujeitos da pesquisa de acordo com a facilidade de acesso a eles, sem a necessidade de procedimentos estatísticos (VERGARA, 1998). Deste modo, o contato inicial com os potenciais respondentes se deu por meio da rede de relacionamentos do autor, utilizando de redes sociais como WhatsApp e LinkedIn para convidá-los a participar da pesquisa.

## 4.3. INSTRUMENTO

Nesta pesquisa, foi utilizado um roteiro de perguntas elaborado com base nos objetivos específicos e nas hipóteses da pesquisa, de forma a servir de guia à entrevista semiestruturada. Este, entretanto, será complementado com questões espontâneas que surgirão conforme às respostas do entrevistado, de modo que as informações surjam mais livremente, em concordância com a literatura de Manzini (1990).

Assim, o roteiro final de entrevistas contempla cinco blocos de perguntas. Primeiro, coletamos informações que se referem a características da firma de capital empreendedor à qual o entrevistado se dedica e a sua experiência na indústria. Segundo, analisamos o contexto atual do *venture capital early stage* brasileiro. Terceiro, comparamos a movimentação dos investimentos *pré-seed* e *seed* com os de estágio avançado durante o período de crise entre 2020 e 2022, em virtude das adversidades outrora apresentadas. Em seguida, serão abordamos questões relacionadas aos métodos de *valuation* pelos quais os fundos brasileiros avaliam *startups* jovens. Por fim, os critérios de avaliação de *startups* foram objeto das perguntas, de forma que houvesse melhor compreensão de como as empresas são selecionadas. A duração das entrevistas foi em média trinta minutos.

#### 4.4. PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

O agendamento prévio das entrevistas individuais foi realizado por e-mail, WhatsApp ou LinkedIn, e as mesmas foram realizadas de maneira remota através da plataforma Google Meets com gravação de vídeo. As gravações foram feitas com consentimento dos entrevistados, que assinaram um documento consentido de antemão. A partir das entrevistas gravadas, foi feita a transcrição literal, que consiste na inclusão de, por exemplo, sinais que indicam entonações, sotaques, regionalismos e erros de fala, e se trata de uma transcrição mais detalhada e completa, sendo mais informativa para o pesquisador (GUNTHER, 2006).

Para a análise de dados, foi feita a análise de conteúdo das entrevistas realizadas no estudo. Para Franco (2005), a análise de conteúdo se trata de um procedimento além da simples descrição das características de determinada mensagem, mas também conta com a busca pelas causas e efeitos da mensagem, com o objetivo de fazer inferências sobre o conteúdo estudado. Para essa análise será realizada a categorização *a posteriori*, ou seja, as categorias definidas no estudo não serão predeterminadas, mas sim formuladas a partir do conteúdo fornecido pelas entrevistas (FRANCO, 2005).

Com o objetivo de capturar a essência das respostas nas entrevistas e compará-las, o procedimento escolhido para a análise dos resultados das entrevistas foi a concatenação das ideias em quadro-resumo, com as transcrições completas disponíveis em anexo.

Desta forma, será possível descrever de forma mais completa as percepções dos investidores de capital de risco do Brasil acerca da indústria, seus desdobramentos recentes e suas experiências como atores primordiais para o fomento à inovação. A partir disso, são traçadas as principais similaridades e discordâncias entre suas respostas, visando investigar as características e idiossincrasias do venture capital de estágio inicial do maior país latino-americano.<sup>5</sup>

## 5. RESULTADOS

### 5.1. ESTADO ATUAL DO MERCADO BRASILEIRO DE *VENTURE CAPITAL EARLY STAGE*

Após realizadas as entrevistas, percebeu-se que o mercado de VC *early stage* brasileiro ainda possui espaço considerável para desenvolvimento e crescimento. Se

comparado ao mercado norte-americano, principal referência de investimento global em *startups*, a proporção do PIB referente à modalidade é ainda mínima, segundo o entrevistado B. A captação de recursos SaaS (modelo de negócios preferido do capital de risco), por exemplo, foi de apenas 1% daquela observada em território americano nos últimos 10 anos, apesar de muito mais próximo e ainda à frente daquele observado na Europa (EXAME, 2022). Outros motivos corroboram com a primeira hipótese, tal como a quantidade crescente de gestores de *venture capital*, de empreendedores e de *dry powder*<sup>11</sup>, assim como a maturidade ecossistema de apoio ao empreendedorismo.

Assim, foi pontuado ainda por um dos entrevistados (Entrevistado G) que nunca houve tanto investimento em *dry powder* no Brasil. A maior parte dos fundos de estágio inicial está capitalizada, pois normalmente se planeja visando um horizonte de dez anos para captar recursos, investir e colher os resultados dos aportes. Aliado a isso, fundos internacionais com tese focada na América Latina aguardavam por uma oportunidade para investir e, com o quadro político-econômico atual, é possível que prefiram agora, como foi colocado por um dos gestores de VC (Entrevistado G).

Cabe ressaltar, ainda, que a pandemia teve impacto mais direto nas decisões de investimento, visto que provocou um ano de correção de *valuations* das empresas de tecnologia com o custo de capital elevado. Este, proveniente dos aumentos da taxa de juros e da incerteza instaurada, que levaram os *leading partners* (LPs) a optar por alocar seus recursos em renda fixa e outras formas mais conservadoras e previsíveis de investimento. Por mais que os investidores tivessem bastante dinheiro comprometido, os LPs (investidores dos fundos de VC) têm mostrado cautela, conforme evidenciado no decorrer das entrevistas, visto que tiveram seus portfólios desbalanceados pelas correções que os mercados públicos sofreram, causando uma exposição maior do que a planejada em investimentos de risco. A guerra russo-ucraniana, por sua vez, influenciou de modo mais indireto no Brasil e em setores específicos, por meio da elevação do preço de *commodities* e da taxa de juros, dificultando às firmas de capital de risco levantarem novos fundos (Entrevistado B).

Ainda que a dificuldade de levantar capital tenha prejudicado as *startups*, alguns fatores impulsionaram seu crescimento, tal como a aceleração da transformação digital, com enfoque na digitalização da economia real em setores como o *e-commerce* e *mobile*

---

<sup>11</sup> “Independentemente do tamanho real do fundo, o somatório do dinheiro injetado por investidores é chamado de *dry powder*, ou seja, o capital não alocado que um *private equity* tem em mão como dinheiro não gasto disponível para potenciais investimentos. (CASELLI & NEGRI, 2021, tradução nossa)

*computing* (população concentrou suas atividades no celular). Ademais, um dos entrevistados (Entrevistado G) mencionou que as crises econômicas possibilitam inovações, tal como visto com o AirBnB e a Uber na crise financeira de 2008. Entretanto, foi ressaltado ainda que, no momento de crise é “impossível de ter uma retrospectiva assim de saber exatamente qual é uma tendência que você ‘tá’ vivendo”. A versatilidade das negociações de investimento também aumentou, tornando o processo mais flexível e permitindo que empreendedores brasileiros captassem mais facilmente com investidores estrangeiros, através de reuniões virtuais, antes evitadas nesse meio.

Além do exposto, fatores macroeconômicos tais como crescente taxa de juros, inflação, crise de liquidez e instabilidade geopolítica não se restringiram a afetar o VC brasileiro, afetando, também, economias mais desenvolvidas. Neste sentido, foi unanimidade entre os entrevistados a visão de que o cenário de *venture capital* brasileiro não se distancia muito da realidade global, apesar de carecer da liquidez que se vê em países como o Estados Unidos, comprovada pelo fato de que o nível de *funding* no Brasil corresponde a uma pequena fração daquele percebido em países com mercado mais maduro. Vale pontuar, ainda, que a guerra russo-ucraniana afetou mais diretamente os países europeus, cujas matrizes energéticas são dependentes do gás natural vendido pela Rússia, que teve cortes devido às sanções econômicas contra o conflito e causou elevação aguda nas contas de luz, por exemplo.

Em suma, percebeu-se que o mercado de VC brasileiro tende a crescer e tem o potencial para isso, com *dry powder* suficiente para financiar mais rodadas do que nunca. Por mais que a pandemia do COVID-19 e a guerra da Rússia tenham desacelerado os investimentos de risco, por outro lado aceleraram tendências e tecnologias, fortalecendo alguns setores e modelos de negócios de *startups*. Assim, confirma-se que a hipótese de que o *venture capital* brasileiro de estágio inicial segue crescendo, porém sofreu uma breve perda de ritmo durante os últimos dois anos.

## 5.2. RELAÇÃO ENTRE OS INVESTIMENTOS DE *VENTURE CAPITAL EARLY STAGE* E DE *LATE STAGE* EM PERÍODOS DE CRISE.

Segundo os entrevistados, as *startups early stage* se mantiveram muito mais sólidas do que as de *late stage*. Isto se explica, majoritariamente, por dois motivos. Primeiro que a aversão ao risco é mais presente nos investimentos de estágio avançado devido ao volume exponencialmente maior aplicado à cada companhia. Segundo que a

oferta de startups neste estágio é reduzida, dado que são poucas que atingem tal maturidade.

As firmas de estágio inicial, em contrapartida, possuem um diferente *modus operandi*: ao prezar pela pulverização dos investimentos, colocam menos capital em uma quantidade maior de startups que têm naturalmente maior risco de falhar por estarem ainda descobrindo seus mercados, modelos de negócios e soluções. Foi mencionado, por exemplo, que VC *early stage* é acostumado a selecionar empresas queimando caixa, ao passo que o *late stage* tende a escolher aquelas que demonstram um EBITDA positivo, ganhando ainda mais expressividade em períodos de crise (Entrevistado A).

Além disso, nenhuma oferta pública inicial de ações foi concretizada em 2022 (SCARAMUZZO E AZEVEDO, 2022), afetando diretamente as companhias em estágios de série A e série B, pois a expectativa é de que estas atinjam esse marco de abrir o capital na bolsa em torno de dois, três anos. Isto as torna mais comparáveis com o mercado público, que é corrigido quase instantaneamente. Assim, muitos investidores que apostaram em um IPO próximo para as empresas investidas tiveram as suas expectativas frustradas e decidiram realizar *follow-ons* do último aporte realizado, ou seja, investimentos subsequentes, extensões, para que elas não morressem. Isto explica, em certo grau, a maior dificuldade das startups mais maduras em termos de *funding*: a captação de novas rodadas.

Como visto no Gráfico 2, na seção 2.1.3, o número total de rodadas de investimento em *startups* no país subiu, enquanto o valor médio delas decaiu. Isso ajuda a comprovar o argumento de que o impacto da crise global recente causou uma forte correção de *valuation* dessas companhias, e que a captação tornou-se mais difícil para os empreendimentos mais maduros, que têm naturalmente uma necessidade de capital maior do que negócios mais jovens.

Assim, pode-se perceber que o *venture capital early stage* performou melhor na crise atual do que o de *late stage*, estando de acordo com a Hipótese 2, postulada na seção 3 da presente pesquisa. A aversão ao risco mostrou-se ser o principal fator que justifica esse movimento do mercado de capital empreendedor no Brasil. Em virtude de decisões conservadoras, os fundos prezaram pela diluição do risco proveniente de uma carteira mais pulverizada com aportes menores. Também deve-se levar em consideração a quantidade de *startups* que avançam até um nível de maturidade de série C acima, por corresponder a uma pequena fração do que representa as pequenas *startups*.

### 5.3. MÉTODO DE VALUATION DE STARTUPS PREFERIDO PELAS FIRMAS DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Em relação aos métodos de *valuation* adotados pelas firmas de *venture capital* de estágio inicial no Brasil, pode-se identificar alguns padrões a partir das entrevistas. Um primeiro fato que chama a atenção é que nenhum dos profissionais de *venture capital* respondentes da pesquisa utiliza atualmente um avaliador automático próprio com parâmetros fixos, contrariando integralmente a hipótese postulada inicialmente. Na verdade, em seis das sete entrevistas, foi mencionado que o método é uma união de pelo menos dois métodos, sendo os mais mencionados o método VC (cinco menções) e o de múltiplos (quatro menções). A tabela abaixo (Tabela 3) exhibe quais métodos são adotados por quais entrevistados, junto à relação do total de usuários por método na última linha:

Tabela 3: Métodos de *valuation* de *startups* adotados pelas firmas de *venture capital* entrevistadas

Entrevistado	VC	Múltiplos	Estudo de Sensibilidade	Benchmarking / Base Rates	DCF	Método Próprio	Scorecard
<b>A</b>	Sim	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim
<b>B</b>	Sim	Sim	Não	Não	Não	Sim	Não
<b>C</b>	Sim	Não	Não	Sim	Não	Não	Não
<b>D</b>	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
<b>E</b>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
<b>F</b>	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não
<b>G</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>

(Fonte: Autoria própria, 2022)

Assim, percebe-se que o método VC se tornou o mais difundido dentre os investidores de *startups* em estágio inicial pois... As firmas de VC precisam de um

retorno potencial de dezenas de vezes para que uma investida consiga pagar sozinha o fundo, no caso do pior cenário, em que todas as demais falham em gerar retorno. Ele tem como centro a expectativa de retorno do fundo, pois, como negócio de multiplicação de capital, não importa o quanto a *startup* aparenta valer se ela não for entregar uma TIR<sup>12</sup> (Taxa Interna de Retorno) mais alta do que as de investimentos mais conservadores. Para o Entrevistado A, por exemplo, o método *venture capital* funciona como a base da decisão final, onde os demais métodos aplicados se encontram e são validados. Para os entrevistados B, C e G, o método VC faz parte do *mix*, sendo misturado com outros métodos, apesar de ser “um pouco menos ciência, mais arte”, como colocado pelo Entrevistado G. O Entrevistado F, no que lhe concerne, junta-o ao cálculo do tamanho de mercado, que não é exatamente um método de *valuation*, mas sim uma boa prática para avaliar até onde o empreendimento pode chegar em termos de receita, bem como se é um valor satisfatório para trazer um múltiplo que consiga retornar o somatório do fundo todo.

O segundo método mais utilizado entre os entrevistados pode ser realizado de modo mais tradicional e estático, por meio dos múltiplos de setor tal como apresentados por Damodaran (2010) e Damodaran (2022), ou partindo de dados atualizados de aportes recentes no mercado para gerar múltiplos constantemente mutáveis. No caso das *startups*, especificamente, a sensibilidade do seu *valuation* ao contexto de mercado costuma não ser trivial, o que faz com que o acompanhamento e atualização recorrente dos múltiplos seja naturalmente mais eficaz. Atualmente, o uso dos múltiplos foi adaptado para determinados modelos de negócios também, como *marketplaces*, SaaS e outros comuns entre *startups*, pois são muitas vezes mais impactantes no ritmo de crescimento de receita e nas chances de sucesso da empresa do que o setor no qual se localiza.

A maior dificuldade no uso deste método para o estágio inicial, entretanto, é que ele se baseia na receita anual do empreendimento e uma parcela considerável delas não tem tração de vendas suficiente para que essa conta seja realizada. Portanto, a saída encontrada é de se projetá-la partindo da taxa de crescimento e a margem bruta dos últimos três anos, como faz o Entrevistado A. Ao contrário dos demais, o Entrevistado

---

<sup>12</sup> Taxa de juros (desconto) que iguala, em determinado momento do tempo, o valor presents das entradas (recebimentos) com o das saídas (pagamentos) previstas de caixa. A TIR é usada como método de análise de investimentos, onde o investimento sera economicamente atraente se a TIR for maior do que a taxa minima de atratividade (taxa de retorno esperada pelo investimento), segundo Warley et at. (2008).

B depende menos do uso dos múltiplos de setor/modelos de negócios e faz seu uso somente como um “*sanity check* rápido”, uma espécie de prova real do *valuation* estimado por outras vias, como disse durante sua entrevista.

Outro ponto perceptível é a repetição do uso do método *football field* e estudos de sensibilidade. Por mais que soem distintos, o primeiro nada mais é do que um estudo de sensibilidade no qual se utilizam faixas de *valuation* calculadas por meio de outros métodos para identificar a interseção entre elas e, nela, o *valuation*-médio da companhia. Não obstante, não são todos os investidores que fazem estudos de sensibilidade que necessariamente executam-no do mesmo modo. Os entrevistados D e E explicaram, por exemplo, que após aplicar o método de múltiplos ou o DCF, respectivamente, fazem testes de cenários analisando a sensibilidade do *valuation* a mudanças no modelo de negócios, acréscimos na proposta de valor e outras alterações relevantes na estratégia da empresa.

Em termos de *benchmarking* para *valuation*, os entrevistados C, E e G observam dados como as medianas globais de *valuation* através de dados divulgados em plataformas, tais como Crunchbase, CB Insights e Pitchbook. O Entrevistado C, especificamente, disse prover-se também de bases internas e utilizar *base rates*, uma forma de analisar quais investimentos foram mais eficientes em capital, captando abaixo da mediana e tendo retornos favoráveis. Dito isso, a dificuldade mais pungente dos investidores de estágio inicial no Brasil para calcular *valuation* de *startups*, mencionada por quatro dos sete entrevistados, é a escassez de informações de *deals* do mercado privado do país. De acordo com eles, essa escassez de dados faz com que seja preciso comparar as companhias brasileiras com múltiplos estrangeiros, mesmo que estejam situadas em ambientes com diferenças substanciais, por exemplo na disponibilidade de capital de risco e na competição do setor. Eles se queixam, ademais, da qualidade das informações disponíveis e por não adentrarem em detalhes contratuais que podem distinguir um bom investimento de um ruim.

Mesmo que o Fluxo de Caixa Descontado (DCF) demande uma base histórica de dados de receita, clientes e outros indicadores, e as *startups early stage* não tenham tempo de vida o suficiente para que sejam analisados, ainda assim dois dos respondentes disseram utilizar do método. Tanto o Entrevistado E quanto o Entrevistado G utilizam-no, primordialmente, como exercício de entendimento da dinâmica do negócio e do modelo de negócios para validar se há potencial de ser sustentável,

escalável e lucrativo, dadas as premissas sugeridas pelos empreendedores e as previstas pelo investidor.

Dois dos entrevistados evidenciaram, ainda, a utilização de métodos próprios criados através de adaptações dos métodos já existentes. No caso do Entrevistado A, por exemplo, os três métodos do *mix* elaborado são adaptações: para empresas de *software as a service*, utilizam múltiplo de ARR (Receita Recorrente Anual), mas tendo como base os últimos três anos de taxa de crescimento e margem bruta para estimar o ARR; para empresas que faturam mais de R\$ 6 milhões/ano, aplicam múltiplos de mercado descontado do mercado norte-americano com “risco Brasil”, ajustado de acordo com potencial, risco e avaliação financeira do negócio; para empresas que faturam menos de R\$ 6 milhões/ano, criaram um *scorecard* próprio, que analisa potencial e risco de três fatores: mercado, tecnologia e equipe. Por outro lado, o Entrevistado B, optou por utilizar um método adaptado do DCF, no qual estressa o balanço patrimonial da empresa para compará-lo a múltiplos de mercado e validar a oportunidade com o método VC.

Como previamente mencionado, o Entrevistado A é o único que utiliza o *scorecard* para *startups* de até R\$ 6 milhões de faturamento anual, dado que ainda não têm um *economics* robusto para se acreditar nos múltiplos de indústria. Interessante pontuar, ainda, que este método - para o estágio de *pré-seed* e *seed* - foi criticado pelo Entrevistado B, que disse que “se você der uma nota três ou quatro muda o *valuation* por completo” e que por isso os outros métodos conseguem prover uma convicção maior do que com essa estrutura, enquanto o Entrevistado G atribuiu o método a investidores-anjo, pelo seu alto grau de subjetividade.

Ao serem questionados quanto à existência de *benchmarks* no mercado em relação ao método de avaliação de *startups early stage*, surgiram respostas mais variadas. O Entrevistado A vê mais o uso de múltiplos para negócios de modelo de negócios SaaS. Já o Entrevistado B não enxerga um padrão de método de *valuation*, mas sim um problema em comum: a dificuldade na busca por informação e o preço elevado das plataformas que entregam essa informação “de um jeito muito insuficiente”. O Entrevistado C, em contrapartida, ouve bons comentários quanto ao método VC e ao de múltiplos, sendo sempre um *mix*, fundamentado em bases internas de dados.

Múltiplos são uma das opções que as firmas de estágio inicial mais olham, segundo ótica do Entrevistado D, porém para estágios avançados o método DCF se destaca. Talvez por ser o mais recente neste mercado, o Entrevistado E diz não ter muito

acesso a informações relativas aos métodos que outras firmas incorporam em suas avaliações, por serem sigilosas e os demais players acabarem não revelando muito. O Entrevistado F, de maneira oposta, traz um novo elemento à equação: a competição. Segundo o próprio, não importa um *valuation* “perfeito”, caso o empreendedor consiga uma oferta melhor em outro fundo, vai ser ela quem vai ditar o valor da companhia na prática. Por fim, o Entrevistado G diz variar de acordo com o estágio do investimento, sendo mais comum utilizar múltiplos para *early stage*, ao passo que prefere os métodos VC e DCF para *late stage*. Tanto o Entrevistado C quanto o F lembraram também de empresas, normalmente aceleradoras, que investem com valores mais fixos de tamanho do cheque e diluição, sem avaliar o preço de cada empreendimento individualmente, por este estar predefinido.

Vale acrescentar que, por mais que não seja aplicado por nenhum dos respondentes, o *First Chicago Method* foi mencionado espontaneamente de forma positiva e interessada pelo Entrevistado G. Nas palavras do diretor de uma das principais firmas de VC do país, o método é “uma combinação legal de VC *method* com DCF potencial”. Isso pode ser ocasionado por ser um método ainda novo, se comparado aos demais, e com pouca validação no mercado brasileiro. Nos Estados Unidos, o *First Chicago Method* aparenta ser mais difundido, principalmente para se avaliar companhias em estágio inicial. A partir da média ponderada de três cenários, reduz-se a chance de apostar apenas em um cenário otimista como premissa e ter retornos futuros muito aquém do aguardados.

Comprova-se, deste modo, que a suspeita inicial de que o uso de avaliadores automáticos para cálculo do *valuation* de *startups* em estágio inicial estava equivocada. É visto que, ao invés disso, métodos tradicionais e comprovados protagonizam o cenário de VC *early stage* no país, sendo mais comuns os métodos VC e de múltiplos. Interessa observar que os mesmos métodos são aplicados em momentos e de formas diferentes, dependendo da firma em questão, mesmo que estejam atuando em um estágio similar de investimento.

#### 5.4. CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE *STARTUPS* PARA INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL*

Não bastasse ser reconhecido por todos os entrevistados como um dos mais importantes na seleção de *startups* de estágio inicial, o fator “equipe” é o mais

relevante, dentre todos os disponíveis, para quatro deles (entrevistados D, E, F e G). Na tabela a seguir, estão todos os critérios que são estudados pelos investidores, assim como o total de vezes que foram citados:

Tabela 3: Critérios de seleção de *startups* adotados pelas firmas de *venture capital* entrevistadas

Entrevistado	Equipe	Mercado	Solução	Processos	Preço	Timing
<b>A</b>	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não
<b>B</b>	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não
<b>C</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não
<b>D</b>	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Não
<b>E</b>	Sim	Não	Não	Não	Não	Sim
<b>F</b>	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não
<b>G</b>	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

(Fonte: De autoria própria, 2022)

É interessante perceber que o segundo critério mais citado foi o tamanho de mercado, não mencionado por apenas um deles. O motivo, segundo o próprio entrevistado, é que “por mais que tenha um time espetacular que tenha uma capacidade de se manter *funded*, vivo, e tenha uma tecnologia, uma solução incrível, você nunca vai ser maior do que o seu mercado.” Além do mais, metade dos outros respondentes ressaltaram ser o principal critério, acima dos outros que utiliza, porém empatado com o fator “equipe”.

O terceiro mais presente nas falas dos entrevistados foi a solução. Segundo a elaboração do Entrevistado A, uma solução ideal para se investir é aquela capaz de sustentar diferenciais competitivos de longo prazo, sendo dificilmente copiável. No caso do Entrevistado C, foi associada com o mercado como um único critério chamado de “oferta”.

O critério de processos não teve tanta proeminência, porém esteve entre os principais critérios dos Entrevistados C e D. “Processos” aqui se refere à capacidade do negócio de gerar tração e resultados por meio da estruturação e execução de processos, apresentando métricas saudáveis de crescimento e com um ritmo acelerado. Cabe destacar, ainda, que dois critérios foram citados por apenas uma pessoa cada. Ao passo que o Entrevistado C foi o único a mencionar o preço, ou seja, os valores, termos e

condições da negociação como um critério avaliado, o Entrevistado E adicionou o *timing* da solução no mercado, defendendo que as soluções nas quais investe são inovações em que se aposta e é preciso ter convicção suficiente para fazer a aposta, sendo essa convicção sempre proveniente de dados.

Percebe-se, assim, que a hipótese foi parcialmente validada, visto que o critério de “equipe” foi o mais notável. Por outro, a existência de competências díspares no membros do time inicial da companhia se equipara à complementariedade dos perfis do time fundador em termos de relevância como critério para realizar um aporte. Com a exceção dos entrevistados A, B e F, a complementariedade foi colocada como um dos critérios prioritários pelos respondentes. Já a experiência singular dos empreendedores, foi trazida de algum modo por cada um dos respondentes, seja na forma de tempo trabalhando no setor ou na função que exerce, ou simplesmente possuindo um perfil “fora da curva”, por seus conhecimentos, habilidades e atitudes.

O Entrevistado B não discordou da importância da complementariedade dos empreendedores, porém ressaltou que hoje se importa mais com a singularidade da equipe, a existência de características únicas que façam dos fundadores atipicamente adequados para empreender e/ou atuarem naquela tese. A visão do Entrevistado A corrobora em parte com essa, pois reforça que não é necessário que o time fundador tenha todas as competências centrais do negócio, mas sim que suas competências sejam singulares e consigam atrair no resto da equipe as qualidades complementarem necessárias.

Outros critérios de equipe considerados relevantes são: escutar na hora de tomar decisões importantes (Entrevistado A), a energia dos empreendedores estar direcionada para o propósito da empresa (Entrevistado C) e a disposição do quadro acionário da empresa, que não pode estar excessivamente fragmentado, ou causará uma diluição insustentável em parte dos acionistas e possivelmente incorrerá em problemas à frente (Entrevistado D).

Ao serem questionados quanto à diferença desses critérios na avaliação de *startups* de estágio avançado, foram vistas interpretações diferentes de uma mesma resposta, que foi bem resumida pelo entrevistado D com a frase “eu vejo que no começo essa parte de *early stage* fica muito no sonho e ali no *late* fica mais em realização”. Negócios em estágio avançado já têm histórico de métricas maior e validação mercadológica, portanto são cobrados de resultados financeiros com base em metas e projeções robustas das firmas investidoras. Enquanto isso, nos empreendimentos mais

recentes, o crivo do investidor tende a ser mais *founder-centric*, como explicado pelo Entrevistado B, que significa que o foco da avaliação é na equipe, mas ao longo da maturação da *startup* se torna mais *team-centric*, olhando para o time como um todo. Por fim, a preocupação central passa a ser os números em si, a realização da promessa, e não a mecânica daquilo que pode vir a ser. Esses números passam a incorporar métricas como custo de aquisição do cliente, penetração de mercado, *market-share*, entre outras.

Conclui-se então que a complementariedade da equipe é um dos critérios mais importantes na avaliação de *startups early stage*, mas não a número um. Esta posição é ocupada pela experiência singular do time fundador, que pode complementar o quadro da sua equipe com competências complementares às suas e cobrindo as lacunas de conhecimentos e habilidades necessárias para o sucesso do empreendimento. Olhando para o *late stage*, o foco migra gradualmente do foco na equipe fundadora para a apresentação de resultados e métricas saudáveis de crescimento. Pode-se afirmar, logo, que a hipótese de que a complementariedade dos *founders* ser o principal critério do VC *early stage* foi parcialmente confirmada.

## 6. CONCLUSÕES

Este estudo buscou examinar o mercado de *venture capital* do Brasil, com enfoque especial em métodos de precificação de *startups* em estágio inicial. Para isso, foram entrevistados sete profissionais que atuam diretamente com investimento em *startups* em algumas das principais firmas do Brasil. Também foram abordados assuntos relativos a critérios de seleção de *startups*, por meio dos quais elas são analisadas e escolhidas pelos investidores para receberem aportes de capital.

Após análise das respostas, concluiu-se que o *venture capital early stage* brasileiro segue em crescimento, apesar das adversidades da crise global recente, e ainda possui margem para crescimento considerável, visto que tem *dry powder* de sobra. Na comparação com o *late stage*, percebe-se que as companhias mais maduras sofreram mais para captar novos aportes por estarem com o *valuation* acima da expectativa do mercado; fenômeno decorrente da alta de oferta de capital empreendedor e baixa disponibilidade de empresas nesse estágio para recebê-lo, o que inflou seus preços sem uma base sólida que sustentasse tais decisões de investimento. Além disso, os efeitos da pandemia e da guerra russo-ucraniana foram percebidos no aumento da

taxa de juros a nível global e na retração do apetite de investimento em *venture capital* por parte dos investidores de fundos.

Quanto ao método de *valuation* preferido pelo VC de estágio inicial no Brasil, o método *venture capital* foi predominante, seguido pelo método de múltiplos de setor e modelo de negócios, adaptado da teoria de Damodaran (2010). A preferência desse método se deve à necessidade do fundo de ter maior segurança de resultado financeiro através da seleção de empresas com potencial de crescimento o suficiente para garantir um retorno mínimo do seu portfólio, mesmo com o insucesso das demais. O método de múltiplos, por sua vez, torna-se relevante por ser um método versátil e historicamente comprovado. É frequentemente usado como *sanity check*, uma verificação de que as contas anteriores de *valuation* são confiáveis, mas também é tido por outros investidores como método principal para as decisões de investimento.

Por fim, foram analisados os critérios de avaliação de *startups* de estágio inicial no país, destacando-se entre eles a qualidade da equipe. Dentro desse quesito, conforme as entrevistas realizadas, destacou-se a necessidade de haver competências singulares entre os fundadores da companhia. Ademais, a complementariedade de competências foi apontada pela maior parte das firmas como um dos critérios fundamentais de seleção, podendo abranger os demais funcionários da empresa, na maioria dos casos.

Dessa maneira, este trabalho buscou contribuir para o campo de investigação sobre *venture capital early stage* no Brasil, aprofundando nos métodos e critérios adotados pelos investidores. Por ter sido escolhida como metodologia a entrevista semiestruturada, a amostragem ainda é pequena, se comparada ao universo de investidores atuantes nesse mercado. Posto isso, há espaço para que se amplie a investigação a mais investidores não só no Brasil, mas também em outros países da América Latina e de economias emergentes.

Embora tenha seu escopo limitado aos métodos e critérios de avaliação de *startups* de estágio inicial no país, ele abre possibilidades de investigações futuras no sentido de explorar e entender como atuam as firmas de VC de *late stage* brasileiras e as percepções delas no que se refere às suas atuações em períodos de crise. Dessa forma, as respostas poderão ser contrastadas com as desta pesquisa à fim de chegar a comparações mais completas e realistas entre os dois tipos de firmas de capital empreendedor.

## BIBLIOGRAFIA

ARAGÃO, Paulo César. Opções de compra de ações e bônus de subscrição. **Revista dos Tribunais**, v. 631, p. 63, 1988. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3259942/mod\\_resource/content/0/ARAG%C3%83O.%20Op%C3%A7%C3%B5es%20de%20Compra%20de%20A%C3%A7%C3%B5es%20%281%29%20-%20Aula%204.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3259942/mod_resource/content/0/ARAG%C3%83O.%20Op%C3%A7%C3%B5es%20de%20Compra%20de%20A%C3%A7%C3%B5es%20%281%29%20-%20Aula%204.pdf). Acesso em: 4 nov. 2022.

BARBIERI, José Carlos; ÁLVARES, Antonio Carlos Teixeira; MACHLINE, Claude. Taxa Interna de Retorno: controvérsias e interpretações. **Revista Gestão da Produção Operações e Sistemas**, n. 4, p. 131, 2007. Disponível em: [https://pesquisa-eaesf.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/barbieri\\_-\\_taxa\\_interna\\_de\\_retorno\\_controversias\\_e\\_interpretacoes.pdf](https://pesquisa-eaesf.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/barbieri_-_taxa_interna_de_retorno_controversias_e_interpretacoes.pdf). Acesso em: 15 nov. 2022.

BAUER, Martin W.; GASKELL, George. Pesquisa qualitativa **com texto, imagem e som: um manual prático**. Editora Vozes Limitada, 2017.

Bellucci, A., Borisov, A., Gucciardi, G., & Zazzaro, A. The reallocation effects of COVID-19: Evidence from venture capital investments around the world. **Journal of Banking & Finance**, p. 106443, 2022. Disponível em: [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426622000437?casa\\_token=283NeJiO22UAAAAA:svTVRxpTOosV2p8hZut74suQj853nOhU9xl4z8vv8-VlykkQi6bL0QDgIETambKzje-awrRc\\_ej](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426622000437?casa_token=283NeJiO22UAAAAA:svTVRxpTOosV2p8hZut74suQj853nOhU9xl4z8vv8-VlykkQi6bL0QDgIETambKzje-awrRc_ej). Acesso em: 4 nov. 2022.

BLANK, Steve; DORF, Bob. THE STARTUP OWNER'S MANUAL. **The Step-by-Step Guide for Building a Great Company**. K&S Ranch, 2010.

CAMPANI, C. H; CHENG, Y. de A.; ROQUETE, R. M.; Founder's Added Value in a Startup Valuation. Could an Expert be Worth an Extra Penny?. **Revista Ciências Administrativas**, [S. l.], v. 27, n. 3, 2021. Disponível em: <https://ojs.unifor.br/rca/article/view/10172> . Acesso em: 14 set. 2022.

CARRETE, L. S.; KRAKAUER, D.; MARQUES, J. A. Valuation de uma spin-off brasileira de cloud computing voltada para o mercado de pequenas e médias empresas.

**Iberoamerican Journal of Strategic Management (IJSM)**, v. 19, n. 2, p. 28-39, Apr./June 2020. Disponível em: <https://periodicos.uninove.br/riae/article/view/13978> . Acesso em: 10 nov. 2022.

CARVALHO, Antonio Gledson; NETTO, Humberto Gallucci; SAMPAIO, Joelson. Private Equity e Venture Capital no Brasil: uma Análise de sua Evolução. **Brazilian Review of Finance**, v. 12, n. 4, p. 499–515-499–515, 2014. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/43304>. Acesso em: 16 dez. de 2022.

CASELLI, Stefano; NEGRI, Giulia. **Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals**. Londres: Academic Press, 2021.

DAMODARAN, Aswath. It is all relative multiples, comparables and value. **Retrieved May**, v. 19, p. 2019, 2010. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/relvalAIMR.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2022.

DAMODARAN, Aswath. **Enterprise Value Multiples by Sector (US)**. January 2022. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/vebitda.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html)  
Acesso em 30 out. 2022.

DE SÁ, MILLER G. C. O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma Reflexão Sobre O Ecosistema dos Empreendimentos Inovadores a Partir da Visão do Investidor. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 97-120, 2017. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/3073> . Acesso em 18 nov 2022.

DROVER, W., BUSENITZ, L., MATUSIK, S., TOWNSEND, D., ANGLIN, A., & DUSHNITSKY, G. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. **Journal of Management**, 20, 1–34. 2017. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0149206317690584>. Acesso em: 5 nov. 2022.

DUSATKOVA, Martina Skalicka; ZINECKER, Marek. Valuing start-ups—selected approaches and their modification based on external factors. **Business: Theory and Practice**, v. 17, p. 335, 2016. Disponível em: <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=587002>. Acesso em: 14 nov. 2022.

FRANCO, Maria Laura Puglisi Barbosa. **Análise de conteúdo**. Editora Autores Associados, 2005.

GERETO, Marcos; SARFATI, Gilberto. Caracterização do ciclo de investimentos de venture capital em startups brasileiras em termos de rodadas de investimentos e estratégias de

desinvestimento a partir de dados da Crunchbase. **REVISTA DA MICRO E PEQUENA EMPRESA**, [S.l.], v. 13, n. 3, p. 38-54, jan. 2020. Disponível em: <https://www.cc.faccamp.br/ojs-2.4.8-2/index.php/RMPE/article/view/1388>. Acesso em: 8 nov. 2022.

GUNTHER, Hartmut. **Pesquisa qualitativa versus pesquisa quantitativa: esta é a questão?** Instituto de Psicologia, Universidade de Brasília, 2006. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ptp/a/HMpC4d5cbXsdt6RqbrmZk3J/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 6 nov 2022.

HSU, David H. Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. **Research policy**, v. 36, n. 5, p. 722-741, 2007. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/eee/respol/v36y2007i5p722-741.html>. Acesso em: 7 nov. 2022.

KEELEY, Robert H.; PUNJABI, Sanjeev; TURKI, Lassaad. Valuation of early-stage ventures: option valuation models vs. traditional approaches. **The Journal of Entrepreneurial Finance**, v. 5, n. 2, p. 115-138, 1996. Disponível em: <https://digitalcommons.pepperdine.edu/jef/vol5/iss2/3/>. Acesso em: 9 nov. 2022.

LJUNGQVIST, A. and Wilhelm, W.J., Jr. (2003), IPO Pricing in the Dot-com Bubble. **The Journal of Finance**, 58: 723-752. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00543> . Acesso em: 10 nov. 2022

MACMILLAN, Ian C.; SIEGEL, Robin; NARASIMHA, PN Subba. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. **Journal of Business venturing**, v. 1, n. 1, p. 119-128, 1985. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0883902685900114>. Acesso em: 30 out. 2022.

MARQUES, Vagner Antônio; DE SOUZA, Antônio Artur; FERREIRA DA COSTA JUNIOR, Atair. Os critérios de avaliação utilizados no processo decisório dos fundos de investimentos em capital empreendedor. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**. 2015; 8(2):317-340. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273443119010> . Acesso em: 2 nov. 2022.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria, PIMENTA JÚNIOR, Tabajara e REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão & Produção* [online]. 2008, v. 15, n. 1 pp. 11-21. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/gp/a/hsngkDHTxbMkX96TwZFfZNF/?lang=pt>. Acesso em: 30 out. 2022.

MISHRA, Sarita; BAG, Dinabandhu; MISRA, Siddharth. Venture capital investment choice: Multicriteria decision matrix. **The Journal of Private Equity**, v. 20, n. 2, p. 52-68, 2017. Disponível em: <https://jpe.pm-research.com/content/20/2/52.short>. Acesso em: 18 out. 2022.

MONTANI, Damiano; GERVASIO, Daniele; PULCINI, Andrea. Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends. **International Business Research**; Vol. 13, No. 9; Published by Canadian Center of Science and Education, 2020. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/88d9/839fb8e7a2aa34b7ee28feb82005285a9ab4.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2022.

OLIVEIRA, Paulo Cesar Rebello de. **Ernesto Geisel e o II Plano Nacional de Desenvolvimento**. 2018. 32 f., il. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em História)—Universidade de Brasília, Brasília, 2018. Disponível em: <https://bdm.unb.br/handle/10483/22862>. Acesso em: 26 out. 2022.

PAVANI, Claudia. **O capital de risco no Brasil**. Rio de Janeiro: E-papers serviços editoriais, 2003.

PERKINS, Anthony B.; PERKINS, Michael C. **The Internet Bubble: Inside the Overvalued World of High-Tech Stocks-And What You Need to Know to Avoid the Coming Catastrophe**. Harperbusiness, 1999.

RIES, Eric. **A startup enxuta: Como usar a inovação contínua para criar negócios radicalmente bem-sucedidos**. Editora Sextante, 2012.

RODRIGUES, Fabiano; RODRIGUES, Francisco Aparecido; RODRIGUES, Thelma Valéria Rocha. Modelos de machine learning para predição do sucesso de startups. **Revista de Gestão de Projetos**, v. 12, n. 2, p. 28-55, 2021. Disponível em: <https://repositorio.usp.br/item/003033879>. Acesso em: 17 nov. de 2022.

TRICHKOVA, Kanaryan. Startups valuation: approaches and methods. In: **First Balkan Valuation Conference “Best Valuation Practices”**, 19-21 June 2015, Sofia, Bulgaria, 2015. Disponível em: <https://eprints.nbu.bg/id/eprint/2608/>. Acesso em: 3 nov. 2022.

VERGARA, Sylvia Constant. **Tipos de pesquisa em administração**. Fundação Getúlio Vargas, 1990. Disponível em: [https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/12861/000055299\\_52.pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/12861/000055299_52.pdf). Acesso em: 10 out. 2022.

WRIGHT, M., ROBBIE, K. Venture capital and private equity: A review and synthesis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 5-6, p. 521-570, 1998. Disponível em: [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-5957.00201?casa\\_token=tZpsKOUHDCUAAAAA:9czzILF\\_Y1Jd8-gA2FCZQ5PBnriG4EFzXu57dVZdxu4mr2F1qkwloOX\\_YHXvr39EXjAE1HMI0a0mydrk](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-5957.00201?casa_token=tZpsKOUHDCUAAAAA:9czzILF_Y1Jd8-gA2FCZQ5PBnriG4EFzXu57dVZdxu4mr2F1qkwloOX_YHXvr39EXjAE1HMI0a0mydrk). Acesso em: 04 nov. 2022.

## ANEXO – TRANSCRIÇÕES DE ENTREVISTAS

### Transcrições das Entrevistas

#### Seção 1 (características da firma e experiência profissional do entrevistado)

- 1) Há quantos anos vocês investem em startups no Brasil?

**Entrevistado A:** “15.”

**Entrevistado B:** “8 meses.”

**Entrevistado C:** “A Empresa C foi fundada em 2008 e o primeiro fundo começou em 2010. Ela fez uns quase 50 investimentos, hoje tem sob gestão quase R\$ 1 Bi de reais.”

**Entrevistado D:** “A Empresa D investe desde 2012, que é quando ela foi criada como aceleradora. A gente foi mudando nosso modelo de negócios. Como aceleradora, a gente trabalhava com *batch* de empresas - selecionava lá umas seis empresas “pra” fazer um acompanhamento de três meses com várias atividades durante esses três meses, e no final fazia um investimento ali em algumas, “né”. Teve bastante empresa que passou pela Empresa D e não foi investida, tiveram algumas que foram investidas, acho que no total a gente investiu em 120 e tantas e hoje no portfólio a gente deve ter umas 60, 50 e bastante assim. Desde 2012 no *early stage*.”

**Entrevistado E:** “A Empresa E existe há dois anos, praticamente. Na verdade a Empresa E é uma fusão do braço de *venture capital* da Empresa X, de Minas Gerais, com a Empresa Y que era uma firma de captação de recursos “pras” empresas daqui de Florianópolis, “né”, então a Empresa Y já existe de épocas antigas lá 2006, 2008, e depois a gente acabou se fundando junto com a Empresa X ali em 2020, 2019 “pra” poder abrir esse fundo que a gente “tá” ativo atualmente, que é o fundo Fundo 1 que tem R\$ 100 milhões. O fundo atualmente “tá” fechado, mas a gente “tá” na fase de investimento ainda, “né”.”

**Entrevistado F:** “Cara, a gente “tá” fazendo agora três anos, fechando agora o quarto ano.”

**Entrevistado G:** “A Empresa G é de 2009, nosso primeiro fundo é de 2011. Vai fazer mais de 11 anos aí que tá no mercado, talvez seja um dos pioneiros aí no Brasil.”

2) Há quanto tempo você, especificamente, investe em startups no Brasil?

**Entrevistado A:** “2002 a 2007 como investidor / empreendedor, 2007 “pra” cá como investidor / gestor.”

**Entrevistado B:** “4 anos.”

**Entrevistado C:** “Comecei em 2016.”

**Entrevistado D:** “Desde que entrei na Empresa D, deve dar um ano e seis meses, talvez.”

**Entrevistado E:** “Há um ano.”

**Entrevistado F:** “Há dois anos.”

**Entrevistado G:** “Eu era CFO “duma” *startup* como primeiro emprego na carreira. A *startup* teve um *exit*, isso foi em 2017, fiquei dois anos lá e fui fazer mestrado lá fora, fiquei 2 anos, voltei “pra” cá já trabalhando com *corporate venture capital* na Empresa G.”

3) Comente brevemente sobre sua experiência profissional na área.

**Entrevistado A:** “Ah... isso aí... empreendedor e investidor em inovação.”

**Entrevistado B:** “Em *venture* fiz um pouco de tudo, desde avaliação de investimento, gestão de portfólio, saídas... aí no meu caso foram todas por M&A, não vivi um IPO, alguma coisa do tipo. Já vivi rodadas subsequentes ao investimento, então já vi empresa levantar novos fundos, já vi toda parte de relacionamento com investidores, captação de um novo fundo, concretização da tese de geração de valor (o que fazer após o investimento). Então em resumo assim, Capa, tudo que envolve o trabalho de um VC em algum nível eu já tive a oportunidade de viver.”

**Entrevistado C:** “Trabalhei um pedaço da minha carreira em corporações na área de M&A, *finacial planning*, relação com investidores. Minha última experiência com corporação foi na Empresa W, uma empresa de *software* para varejo que fez IPO, foi o primeiro SaaS aberto no Brasil e depois de lá migrei “pro” mundo do *venture capital*. Dei uma passada rápida nua gestora chamada Empresa U que tem um fundo de R\$ 150 milhões de reais e faz investimento em *tech*. Depois passei três anos e meio na Empresa C, entrei lá, era só aceleradora e tinha sete pessoas. Cresceu bastante, assim. Depois de lá tive uma passagem rápida “num” *corporate venture*, com o desafio de montar um *corporate*

*venture*, foi meio tentativa meio frustrada. Foi meio difícil meu *fit* com esse modelo. E aí, eu “tava” nesse *corporate venture*, eu saí e comecei a pensar em montar uma coisa própria e no fim surgiu a oportunidade da Empresa C, o pessoal me chamou e tinha um *fit* bem legal, então eu “tô” aqui há pouco mais de 2 anos e minha função é tocar investimento, basicamente. Eu tenho um chapéu um pouco também de conhecimento interno.”

**Entrevistado D:** “Eu trabalhei antes de entrar na Empresa D dois anos na Empresa T dentro do programa de incubação, que é o Programa X, uma incubadora de empresas de base tecnológica gerida pela Empresa T com apoio financeiro do SEBRAE. Então a gente atuava na seleção de *startups* e no acompanhamento e no desenvolvimento da empresa durante esse período de incubação. Na Empresa T a gente tinha alguns contatos com outros programas da empresa. Um era o grupo temático de investimento e a gente também tinha um consultor dentro do Programa X que era o Marcelo Casado, que apoiava as empresas na estruturação da rodada, e eu sempre acompanhava isso. Durante o Empresa T tive contato com vários outros investidores, inclusive com programa de aproximação com esses investidores, então a gente trouxe ali o pessoal da antiga *Redpoint* (...), a ACE mesmo a gente trabalhou, a Invisto que é um fundo mais forte aqui no Sul, da Astella a gente conversou também. Foi assim que eu comecei a trabalhar mais com *startups*, e aí dois anos depois eu vim “pra” Empresa D e na Empresa D comecei a trabalhar especificamente com VC, “né”. Entrei como analista de originação, e “tô” até hoje, “né”. Conversei com bastante *startup*, basicamente minha função é ser o primeiro ponto de contato das empresas que querem captar investimento com a Empresa D e acompanhar durante todo o fluxo de investimento, produzir os materiais necessários, “tá” sempre em contato com o empreendedor e ajudando ele a evoluir no fluxo, meio que defender o *case* dele, se eu acreditar que vale a defesa.”

**Entrevistado E:** “Faço todo o auxílio da área de prospecção e análise e da gestão de portfólio das empresas. Eu junto com meus outros três analistas que acabam estando comigo na Empresa E. Tudo que acaba entrando no nosso *pipeline* dentro da Empresa E eu acabo fazendo a análise, lendo os *pitches*, avaliando todas essas empresas e auxiliando os investidores no que diz respeito ao nosso portfólio.”

**Entrevistado F:** “Cara, eu vim de uma transição de carreira importante, “né”, eu fazia medicina, “dropei” e vim como estagiário aqui “pra” Empresa F, mas dito isso eu sabia “codar”, já tinha fundado uma própria startup, já fiz fundraising com os fundos daqui; não levantei nada, mas já meio que conhecia bem o processo, então não era muito júnior, assim. Então foi meio rápido meu tempo estagiando, e aí depois já fui “pra” parte de analista, aí hoje que eu comecei a ter mais responsabilidades institucionais, assim, no fundo, desde nossa relação com outros fundos do mercado brasileiro e de fora, “né”, global. Eu me tornei *associate* e, cara, a experiência tem sido muito boa. Eu gosto muito do espaço de tecnologia, a parte de investimento também me atrai muito, então sempre tive uma base de finanças boa por estudar sozinho mesmo, então hoje eu consigo comprovar esse estudo e compreender mais os modelos de negócios que existem. Então, “pô”, uma experiência muito boa e enriquecedora, assim, e querendo ou não a gente “tá” com um sistema que “tá”, mesmo com essa possível recessão, o mercado indo mal e etc., a gente “tá” muito melhor do nós estivemos há cinco anos atrás, dez anos atrás era inexistente isso aqui.”

**Entrevistado G:** “Eu era CFO “duma” *startup* como primeiro emprego na carreira. A *startup* teve um *exit*, isso foi em 2017, fiquei dois anos lá e fui fazer mestrado lá fora, fiquei 2 anos, voltei “pra” cá já trabalhando com *corporate venture capital* no Einstein. Então toda a parte de.. não só inovação, *open innovation*, mas de investimento, “né”, porque tem bastante sinergia entre essas áreas, aí eu acabava fazendo prospecção “pra” todas, mas mais focado em investimento. Agora pela Empresa G eu faço a gestão do fundo do Einstein, então o Einstein basicamente chamou, contratou uma gestora não só “pra” profissionalizar a gestão, mas também viabilizar investimentos *offshore*, fazer toda a gestão dos diversos contratos de mútuos e debêntures que tinha com as empresas, participações, “né”, e também “pra” “setar” um prazo um pouco mais longo “pra” esse horizonte de investimentos, porque um fundo FIP que a gente tem um prazo de dez anos ele garante que vai seguir todo um rito, um processo, um ciclo de investimento que não é de tão curto prazo, então eu acho que é um alinhamento de incentivos aí “pra” implementação da estratégia. Então faz uns talvez seis anos que tenha de experiência com *startups* e investimentos.”

4) Que tipo de investidor de risco vocês se consideram?

**Entrevistado A:** “É um *venture capital* de *seed* e *series A*, “pra” investimentos principalmente em B2B e empresas que tenham inovações sustentem barreiras de entrada no longo prazo, então são investimentos de inovações não facilmente copiáveis.

**Entrevistado B:** “Aqui é um fundo de VC focado no *early stage*. Esse é o posicionamento do fundo. Ele é *corporate*, mas a gente se considera mais VC do que C em como a gente investe. Agora, a gente é mais C do que VC no que diz respeito ao que a gente pode fazer após o investimento. Mais VC do que VC “pra” investir, mais C do que VC “pra” capturar valor.”

**Entrevistado C:** “A gente é *early stage*.”

**Entrevistado D:** “Hoje eu não definiria mais a Empresa D como aceleradora, eu acredito que a gente é um investidor de *early stage* focado em *pre-seed*, olhando também “pro” *seed*. Por toda a bagagem que a Empresa D adquiriu nos últimos 10 anos, a gente gosta e se dá bem trabalhando com empresas que tão ali no *pre-seed*, que tem dificuldades de algumas empresas que tão passando pela parte de aceleração, mas “tão” um pouco mais maduras já, já desenvolveram um pouco mais o produto, já têm mais clientes, mais faturamento. A gente não tem uma tese específica de mercado, então a gente acaba sendo bem mais abrangente em relação a isso. A gente tem um foco assim que é SaaS B2B, mas a gente acaba olhando também “pra” outros mercados que alguns fundos nem olham como tese, como B2C, *marketplace*, etc.”

**Entrevistado E:** “A gente é um *venture capital* de *early stage*, a gente “tá” entre uma rodada *seed* e um série A aí, “né”. Como minha *head* de RI gosta de colocar a gente é um “*seedão*”, porque a gente faz cheques ali que variam de uns R\$ 3 até uns 15 milhões, a gente “tá” nesse *mid-range* que a gente pode fazer uma variação.”

**Entrevistado F:** “Firma de *venture capital* mesmo.”

**Entrevistado G:** “A gente é um fundo de *venture capital* mesmo e eu não chamaria nem fundo de CVC, porque a estrutura dos fundos em parceria que a gente tem com algumas corporações ela também é um FIP, a gente faz uma estrutura tradicional de fundo FIP e a única diferença é que normalmente são *single LPs*. No fundo do Einstein nós só temos o Einstein, no do Banco do Brasil nós só temos o fundo do Brasil, No futuro isso pode mudar, mas não é uma estratégia de serviços de *CVC as a Service*, muito mais são verticais que a gente

entende que pode ter sinergias, basicamente tanto a Empresa G aproveitar essa parceria com as corporações, mas também as corporações usarem a Empresa G “pra” aumentar a entrada no ambiente de *venture*. A gente conta com um apoio de especialistas dessas áreas que podem ajudar até a gente a avaliar essas empresas, e esses fundos serem mais *early stage* faz mais sentido, entrar mais cedo... funcionar como uma janela de oportunidade de tecnologias.”

- 5) Em quais estágios de *funding* das startups vocês investem mais frequentemente?

**Entrevistado A:** “*Seed* e série A.”

**Entrevistado B:** “*Seed* e série A, mas se chegar a série B ou alguma coisa assim mais *early*, a gente vai olhar também.”

**Entrevistado C:** “A gente investe em quase todas rodadas de *pré-seed*, *seed* e série A.”

**Entrevistado D:** “Focado em *pre-seed*, olhando também “*pro*” *seed*.”

**Entrevistado E:** “Entre *seed* e um série A.”

**Entrevistado F:** “*Pré-seed* e *seed*, *series A* muito raramente.”

**Entrevistado G:** “Eu não vou falar que a gente é um *multi stage fund* ainda, mas é quase isso. A gente tem fundos que são *pré-seed*, *seed* e um fundo que é *blind pool*, maior, que é multi setorial, multi LP *early stage* dedicado a *series A*, *series B*, então desde *pré-seed* até *series B* a gente consegue fazer.”

- 6) Em quantas startups vocês já investiram, aproximadamente? Quais eram, em sua maioria, os segmentos de atuação e modelos de negócios?

**Entrevistado A:** “106 *startups*, todas inovadoras. Vou dividir por tipo de tecnologia e por setor de atuação. Por tipo de tecnologia tem muito de IoT, muito SaaS, alguma coisa de *biotech* e novos materiais, muito inteligência artificial, *big data* e *machine learning*. Em termos de setor, a gente é agnóstico em termos de setor, mas acaba pela natureza e força brasileira, os setores que a gente mais acaba atuando são *agritech*, *health tech*, *media tech*, são os três com mais concentração de investimento. E *clean tech* também, é um quarto que é bem forte.”

**Entrevistado B:** “Investimentos em 2. Uma é uma *logitech* / *retail tech*, difícil separar. A outra é uma *fintech*.”

**Entrevistado C:** “Já investimos em 49 em setores dos mais variados, a gente separa em SaaS, *marketplace* e consumo. No geral, acho que fica tipo 60% SaaS, 25% *marketplace* e 15% consumo, basicamente. Aí setores tem *retail tech*, *enterprise*...”

**Entrevistado D:** “A maioria é um SaaS B2B. De segmento é bem abrangente. A gente investiu este ano em empresas de *foodtech*, *martech*, *marketplace* “pra” indústria, tem uma que é de *HR tech*. É mais o modelo de negócio ser B2B e grandes *corps* a gente gosta, porque como a gente tem a consultoria que trabalha bastante com grandes empresas, a gente entende um pouco mais essa dor, consegue ter conexões mais interessantes “pra” essas empresas. De maneira geral a Empresa D é uma investidora que se preocupa bastante em “tá” próxima da *startup*, de acompanhar em conselho, de acompanhar nas principais decisões que eles vão ter, próximas rodadas, estruturação dos materiais e tudo mais... quanto mais a gente conseguir ajudar, melhor, e é nessas grandes empresas que a gente consegue ajudar a empresa tanto em contatos, em aproximação, mas também em modelo de negócios.”

**Entrevistado E:** “Hoje em dia a gente “tá” ali com 6 empresas no fundo, semana passada a gente revelou mais um investimento, na Sonica, a gente fez um investimento de R\$ 6 milhões de reais. A gente foca em empresas que são B2B, SaaS, com 2 ou mais *founders*, um MRR ali acima de R\$ 150, 200 mil, localizadas no Sudeste, Sul do Brasil e que começam a ter alguns temas de ESG.”

**Entrevistado F:** “A gente é generalista, “né”, a gente tem um portfólio bem diversificado. A gente já tem mais que 70 empresas, se não me engano já são 74 hoje em dia. Desde *health tech*, até... acho que pelas maiores, pelas posições de portfólio, a gente separa em *fintech*, *e-commerce* e *marketplaces*, desde B2B e *marketplace* até aqueles *e-commerce aggregators* que saem comprando vários *e-commerces*, são as duas maiores categorias. A gente tem *edtech* também, parte de educação, a gente tem a Trybe no nosso portfólio, a gente tem um pouco dos maiores setores, eu diria.”

**Entrevistado G:** “Já são mais que 50 investimentos, precisamente vou ter que recuperar aqui, mas... principais setores: saúde, serviços financeiros, educação, agora a gente “tá” com uma tese forte também de clima, que aí entra a substituição de proteína animal, captura de carbono, essa questão de impacto

mais ambiental, podem ter outros mais específicos, mas a grande maioria, se fizer um pareto, acho que vai ser esses aí que eu mencionei.”

## Seção 2 (contexto do mercado de VC early stage brasileiro)

7) Como você avalia o cenário do *venture capital early stage* brasileiro atualmente?

**Entrevistado A:** “Num momento inicial de tração. A gente há 20 anos atrás era quase... quase não existia *venture capital*, tinha uns poucos *early adopters* que começaram aí na década de 90, e aí no começo dos anos 2000 era muito incipiente ainda o mercado. Agora nesses 20 anos cresceu bastante, já tem uma quantidade de gestor, de empreendedor e também de ecossistema de apoio ao empreendedorismo bem legal, assim. Acho que ainda tem muito “pra” desenvolver, mas a gente “tá” no meio do caminho. Não estamos mais naquele momento onde não existe ou quase não existe, mas também não estamos na velocidade de cruzeiro, então nós estamos num estágio de desenvolvimento intermediário com tração.”

**Entrevistado B:** “Acho que a gente passou por um ano de uma correção, “né”, do que “tava” acontecendo, dos excessos. E essa pressão começou muito mais nos estágios mais avançados e foi descendo nos estágios mais *early*. [...] Percebo uma certa cautela tanto por parte dos empreendedores de que sinalização que eles vão passar pro mercado se eles saírem “pra” captar agora, então tenho visto muita rodada de extensão, *bridge*, etc., e tenho visto muita gente tentando ter um *flat round* assim, para evitar o *down round*, e as empresas que tão conseguindo captar com aumento de *valuation* são muito *top performers*, do que eu tenho visto. Por outro lado tenho visto muita cautela dos investidores, porque por mais que eles tenham bastante dinheiro compromissado (*dry powder*), os próprios LP’s, os investidores dos investidores, têm mostrado uma certa reticência assim, porque o portfólio desses “caras” foi muito desbalanceado pelas correções que teve em mercados públicos e etc. então eles viram o portfólio deles acabar tendo uma exposição maior do que o planejado em investimentos de VC. Então por mais que esse capital esteja comprometido, a gente vê relato de investidores com dificuldade de chamar e mais do que isso, a gente vê esses investidores que já têm um pouco mais de tempo, um portfólio maior, muito focados nesse ano em

realmente apoiar as empresas do portfólio a sobreviverem e com um *pace* de investimento muito menor. Essa é a leitura mais macro. A nossa leitura, “pra” gente, como fundo novo, como fundo com capital novo e disponível dado que a gente só tem um cotista que é a própria corporação, a própria companhia que “tá” por trás do fundo, a gente “tá” vendo o momento com bastante bons olhos, no sentido de a gente “tá” conseguindo achar várias *hidden gems* de oportunidades e a gente “tá” feliz com os dois *deals* que a gente fez, o *dealflow* que a gente vem tendo.”

**Entrevistado C:** “A história do *venture capital* começa no Brasil com a Endeavor, em torno de 2000; aí 2008, 2012 veio a primeira onda dos fundos, quando surgiu Astella, Kaszek e outros fundos; e aí em 2018 começaram os unicórnios; depois veio uma nova leva com novos fundos, o mundo com uma liquidez maior; e agora chegamos a um momento mais difícil do mercado em geral, acho que muita coisa vai ficar “pra” trás, os gestores “tavam” investindo muito forte no passado e vão surgir alguns outros, a gente vai voltar “pra” uma estabilidade, um número razoável de negócios. O momento agora “tá” numa crise de liquidez, taxa de juros alta, inflação, o mercado americano ruim, “tá” mais devagar, mas acho que faz parte dos ciclos.”

**Entrevistado D:** “No começo do ano a gente teve aquele baque, de taxa de juros subindo, os investidores acabaram acreditando um pouco menos, voltaram pro conforto da renda fixa. E aí gente vê vários *valuations* que não se justificaram e empresas tendo que readequar a estratégia “pra” conseguir sobreviver e levantar rodadas futuras. Acho que é um momento que afetou bastante essas empresas que já “tavam” mais maduras, ali “prum” série B, série C, talvez série A, mas pela nossa visão aqui dentro da Empresa D não teve um impacto muito grande nas empresas que tão ali no *pre-seed* e no *seed early*, assim. A gente recebeu várias empresas esse ano e até todas que a gente tá investindo a gente conseguiu diminuir o *valuation* em negociação, mas a gente não pegou muitos *valuations* fora, mas ainda assim vem empresas com o múltiplo um pouco maior (...) e a gente pegou alguns *cases* que não faziam sentido. Acho que uma coisa que é legal adicionar também é que essas empresas que “tavam” com o *valuation* muito esticado não conseguiram levantar, nem com a gente, nem com outros fundos. No geral assim teve uma readequação de estratégia mesmo, agora é mais

importante mostrar como a empresa vai parar de pé hoje do que como vai parar de pé no futuro, com mais uma ou duas rodadas.”

**Entrevistado E:** “Olha, de VC *early stage* atualmente, o que posso falar daquilo que eu vejo, daquilo que eu estudo, é que as empresas que se mantêm sólidas nas análises, que têm análises sólidas, que não foram investidas por puro oportunismo, se mantiveram. Não acabaram tendo uma diminuição de *headcount*, tiveram que fazer corte de custos sim, só que não tiveram perdas estratosféricas que nem a gente vê em empresas *startups* ali de um *late stage* que acabam tendo que demitir um monte de pessoas, isso acaba que não afetou tanto as *startups* de *early stage*, sabe. Pelo que eu vejo, pelo que eu converso com as outras *venture capitals* “tá” muito aquecido ainda a parte de *early stage* sim, por causa que as oportunidades se mantiveram; dentro da pandemia a gente teve ótimas oportunidades que criaram. *HR tech* foi um mercado que se valorizou muito na pandemia, a gente no nosso portfólio tem a Pulses, que é uma *HR tech* de Itajaí que se valorizou tremendamente durante a pandemia. Todo esse quesito assim a gente acaba avaliando. A gente acredita muito nas *startups* de *early stage*... se mantiveram sólidas durante esse período, muito mais sólidas, do que eu vejo, do que eu analiso nas *startups* de *late stage*.”

**Entrevistado F:** “Desmembrando a pergunta, “né”, o cenário de VC difere muito de onde você “tá” (no *early stage*, só *pre-seed* e *seed*). A gente “tá” vendo contração de *valuations*, então sim, acho que “tá” mais difícil levantar; Acho que agora você tem que ter... sempre tem as teses que os VCs são mais a favor, “né”. No momento agora se aparece com uma que é B2C ou seja *cash intensive*, não tenha nenhum diferencial de distribuição, etc., provavelmente você não vai conseguir levantar, a não ser que você seja um *founder* super acima da média, assim, então “tá” um *tough scenario* “pra” fundadores. Agora para os investidores que estão capitalizados e têm dinheiro no fundo, agora é um momento muito bom que você vai conseguir investir em oportunidades bem mais baratas aí; isso pra *deploy*. “Pro” seu próprio portfólio é provavelmente um momento terrível se alguém tiver que levantar aí, e “putz”, não “tá” com as métricas assim, *top quartile*, você pode “tá” tendo um momento de dificuldade ali no portfólio. Dito isso, o *early stage* foi o menos atingido, “tá”? Contrações diminuindo mas ainda vindo, acontecendo, é muito positivo; se você for um

pouquinho mais “pra” *late stage*, subir “pra” *series B* ali, não tem quase nada acontecendo.”

**Entrevistado G:** “(...) Pensando *pré-seed* e *seed*, a gente viu, lógico, ano passado, deu um *boom* de vários setores, tiveram alguns que foram melhor que os outros, por exemplo saúde. Acho que o que colocou saúde no mapa de *venture* e naturalmente agora deu uma “baixada”, uma normalizada, só que se a gente acompanhar a tendência de investimentos talvez tirando o *outlier* pandemia e excesso de liquidez, talvez ainda tenha uma tendência de crescimento nesses setores, que é aquele tradicional *gap* que a gente defende que comparado com a economia americana a gente tem muito mais espaço “pra” investir em *venture capital* e inovação do que eles tradicionalmente tivessem. Por conta desse *gap* a gente entende que ainda tem muito espaço “pra” crescimento então a gente não fica muito assustado, por exemplo “ah, liquidez secou, acabou o ambiente de inovação no Brasil”. Pode até ser que tenha tido algum ruído no mercado no início do ano quando a liquidez secou, os fundos ficaram preocupados com razão, muita incerteza de pandemia, economia na China, americana, mas agora deu uma normalizada e a maior parte dos fundos “tão” capitalizados, “né”, porque quando se capta é “prum” horizonte de dez anos. Todo mundo “tá” com muito *dry powder*, nunca se “teve” com mais *dry powder* no país. Tiveram até fundos internacionais que têm uma tese LatAm, que “tavam” esperando algum momento oportuno “pra” investir, tem um quadro político que os investidores internacionais preferem agora, então pode até abrir umas portas “pra” capital externo. Então tudo isso provavelmente vai garantir que a tendência de crescimento continue, tirando um *outlier* ali que foi ano passado, a gente deve ver 2022, 2023 teve uma tendência de crescimento. Tem outro componente que é importante que é essa questão de *series A / series B*, “né”. Tem alguns fundos de *series A / series B* que é: tinha muitos fundos que investiam em *series A / series B* que “tavam” começando a competir com outros *players*, por exemplo *SM Managers*, *private equity*, institucionais... diversos *players* começaram a investir nesses estágios pré-IPO, até IPO, assim, e o que a gente viu acontecer foi que tecnologia, mercados líquidos, de bolsa, secou tudo. Tirando uma ou outra exceção, os IPOs foram todos cancelados e isso afeta *series A / series B*, que são os mais próximos ali de eventualmente traçar um caminho “pro” mercado listado, e o que a gente viu foi que esses *players* que são

tradicionalmente VCs que “tavam” atuando *series A / series B* tava muito competitivo, os *valuations* baixando muito nesse estágio, e o que a gente viu acontecer foi eles irem “pro” *seed*. Então meio que contraintuitivamente na liquidez do mercado tem muita gente atuando no pré-*seed* e *seed* e isso sustentou o *valuation* das empresas, então não só a gente não viu queda no *valuation* das empresas *seed*, a gente viu um aumento, na verdade, ali - tem algumas pesquisas que variam, “né”, dependendo da base de dados - de pelo menos 25% de aumento nesse segmento mais pré-*seed* e *seed* (...). Agora, “tá” dando uma normalizada essa parte dos investidores que tão atuando mais *series A / series B* (...). Muito investidor que nunca tinha feito *venture capital*, como tava de graça o dinheiro, juros negativos até metade, fim da pandemia, foi uma festa. O pessoal começou a injetar dinheiro nessas classes de ativos que não eram parte do seu escopo e naturalmente inflou os preços. E agora o que a gente deve ver é uma saída dessas classes de ativo e quem naturalmente investe já em *venture capital* mantém. Principalmente estágios iniciais não deve impactar muito essa coisa das questões de preço, não “tá” abaixo.”

- 8) O cenário acima é muito distante da realidade global? (pede pro entrevistado descrever sucintamente esse ponto pra pegar visões gerais do tema)

**Entrevistado A:** “É atrasado, mas não distante. “Tá” atrasado 5, 10 anos.”

**Entrevistado B:** “Eu acho que aqui a gente tem uma particularidade. Essa desaceleração “tá” acontecendo não é só no Brasil, globalmente falando também. Porque tem vários fatores, “né”, tem um fator macroeconômico de taxa de juros que “tá” aumentando, inflação, instabilidade geopolítica e no Brasil a gente pode botar no mesmo cesto questão política, econômica... ainda mais agora com eleição e tudo. Mas o que eu vejo ainda na América Latina - e o Brasil vem à reboque - é que o nível de *funding* que a gente tem é tão inferior ainda a economias mais maduras, que mesmo com isso tudo, mesmo no melhor ano “pra” gente, que foi 2021, a gente ainda “tava” muito atrás em termos relativos. Não sei se você já viu essa métrica que pega todos investimentos de *venture capital* e divide pelo PIB. No Brasil esse número é tipo 3%, América Latina 1,5 e Estados Unidos é mais de 20% assim. Só nesse delta dá “pra” ver o tamanho da oportunidade. Sim, vejo uma desaceleração, mas a desaceleração lá fora sai de bases muito diferentes do que a gente “tá” saindo aqui. Tem um

ponto assim, Estados Unidos tem bilhões e bilhões de dólares todos anos investidos. Por mais que tenha um decaimento, continua sendo bilhões e bilhões de dólares, dezenas de bilhões. Aqui acho que ano passado a gente bateu mais que R\$ 10 Bi, este ano vamos fechar alguma coisa em torno de R\$ 5, 6 Bi, mas puxa, não é nada se você compara com o que pode ser.”

**Entrevistado C:** “Não acho muito diferente, acho que no geral é parecido. Aqui a gente tem os custo e risco Brasil, “né”, e menor competição por capital, o que muda um pouco a dinâmica. Os VCs mais profissionais, mais institucionalizados, que investem mais em unicórnio, querem negócios globais, então eles seguem uma linha global de referência. Aí você tem os VCs mais locais, que buscam negócios menores mesmo, mas acho que isso tem no mundo inteiro, no geral consigo ver um padrão similar ao resto do mundo.”

**Entrevistado D:** “Eu acho que é bem parecido. O Mike, mora lá no Estados Unidos, e ele trouxe “pra” gente um material lá dá... de uma conferência de anjos do Estados Unidos e eles falaram que os *valuations* “tão” derretendo, que agora é o momento dos investidores, que essas cláusulas de preferência, de liquidez, os investidores vão poder usar cada vez mais dessas cláusulas “pra” ter vantagem nos *deals*. Eu acho que no geral é um movimento parecido também, que “tá” afetado as empresas um pouco maiores e talvez ajudando um pouco as empresas um pouco menos também, porque nesse meio do caminho tem muito pouco investidor que atua ali “num” *pre-seed*, pode ser que esses investidores comecem a olhar mais pra baixo também.”

**Entrevistado E:** “Olha, falando de uma ótica de *venture capital* americana e europeia comparando com o Brasil, acho que é muito mais difícil um *venture capital* LatAm ter os retornos de um *venture capital* nos Estados Unidos, porque as formas de democratização de um *venture capital* de *early stage* fazer um investimento e a empresa sair no IPO na bolsa deles, é difícil já nos Estados Unidos, mas é muito mais fácil do que acontecer no Brasil. Acontece que as chances são muito menores, só que vejo que todo esse *venture capital* americano consegue ter alguns ganhos mais expressivos, dentro desse quesito do que os *venture capitals* brasileiros. Só que eu não descarto a possibilidade e o crescimento que “tá” tendo o *venture capital* latinoamericano principalmente nesses últimos cinco anos ali que eu tenho visto, que tenho estudado. Acho que esse mercado “tá” crescendo tremendamente, o mercado de *venture capital*

brasileiro, o mercado de *venture capital* indiano até, vi que recentemente que cresceu mais de dez vezes nesses últimos sete anos. Então acho que é algo que “tá” se democratizando ainda no mundo inteiro, só que nos Estados Unidos isso já é muito mais disseminado.”

**Entrevistado F:** “Cara, repete em diferentes escalas. Lá nos Estados Unidos querendo ou não o *pre-seed* e o *seed* têm um volume basal muito maior, mas a contração foi sentida lá também e contrações de *valuation* foram sentidas bem. Acho que aqui, por uma questão de *dry powder* dos fundos locais, a gente teve até uma contração um pouco menor do que eles lá, é um pouco regional mesmo, assim, mas é semelhante.”

**Entrevistado G:** “Eu acho que é muito correlacionado esses mercados, sempre quando tem ondas grandes ali em grandes economias a gente é refletido de alguma forma também. Basicamente o primeiro *driver* disso foi a taxa de juros. Aumentou taxa de juros, com pressão de múltiplos de empresas públicas reflete em empresas privadas, seca de liquidez, corrida “pra” moedas mais fortes e aí o ciclo aqui obviamente também é refletido, “né”, só que se a gente for pegar talvez um beta desse risco, ou seja, se a economia americana caiu “x” por cento, aqui potencialmente, por ter menos liquidez, menos empresas atuando, acho que é até um efeito amplificado nisso. Se lá houve uma seca de liquidez, aqui, no primeiro momento, todo mundo parou de fazer *deal*. E realmente, se a gente for colocar isso no número, provavelmente o choque aqui foi maior sim. Mas também, como nosso *gap* de potencial de acompanhar o mercado de lá ainda é muito grande, provavelmente a gente vai recuperar mais rápido, uma vez recuperando. E lógico, “né”, o contexto mais macro, se a gente for ver, o ciclo que a gente “tá” vendo aqui espelha muito o que a gente “tá” vendo lá com um atraso, assim, de uns dois anos, padrão. Se lá “tá” bombando alguns tipos de empresa, por exemplo de saúde, agro, provavelmente os setores aqui vão ficar quentes com um *delay* aqui, até acompanhar.”

### **Seção 3 (comparação dos investimentos de pré-seed e seed e de estágio mais avançado)**

- 9) Como a pandemia do coronavírus e a guerra russo-ucraniana afetaram o cenário de *venture capital* no Brasil?

**Entrevistado A:** “Ó... A pandemia deixou as reuniões bem mais *online*, o que é difícil porque é difícil ali essa interação com o empreendedor, é um momento importante de desenvolvimento “duma” relação mútua de confiança, e isso a pandemia atrapalhou. Por outro lado, ficou mais fácil fazer reuniões, inclusive de fora do eixo Rio - São Paulo; nesse sentido teve uma evolução positiva. “Pras” nossas investidas, a gente teve que dar um apoio muito grande *online* porque todas ficaram abaladas e a gente teve que trabalhar com muitos cenários, ficou uma incerteza muito grande. Então a gente trabalhava com cenários otimista, realista, pessimista e catastrófico, porque a gente não sabia o que ia acontecer então a gente tinha que “tá” preparado para qualquer cenário que pudesse acontecer. Isso no início foi “punk”, depois pegou uma velocidade de cruzeiro. E com o público investidor, mais recentemente, aí já tem mais a ver com guerra Rússia - Ucrânia e o excesso de liquidez gerado pela COVID, desde 2020 no mundo, gerou inflação e aumento de taxa de juros. Aumento de taxa de juros impacta no *venture capital* do lado da captação. Então alguns investidores que “tavam” entrando no mercado até às vezes de forma estabanaada, fazendo investimento na pessoa física assim, *valuations* enormes e tal, essa galera saiu do mercado só que o aumento da taxa de juros também afastou investidores mais profissionais, *familly offices*, pessoas físicas. Eles ficaram aguardando aí tanto a questão da guerra, quanto a questão da eleição também, “pra” ver qual rumo que o Brasil vai tomar em termos econômicos “pra” eles alocarem seus recursos. Hoje “tá” todo mundo ainda em compasso de espera. Afeta o mercado no sentido de que falta investidor pros fundos. [...] Só um ponto que eu acho que é importante na pandemia, isso impactou de forma positiva, a aceleração da digitalização da economia real teve um impacto também. Como nossas empresas são quase todas de tecnologia e muitas são de digital, a gente viu uma aceleração da adoção das soluções. Isso acho que é uma modificação importante que veio “pra” ficar. As *startups* tão mais preparadas até do que as grandes empresas “pra” essas adaptações.”

**Entrevistado B:** “Vamo começar pelo coronavírus, “né”, resgatando como foi, pelo menos a minha perspectiva, de quem já tava no mercado vendo tudo isso. Acho que a primeira coisa foi quase como um “pisar no freio” assim, “o que que tá acontecendo”, aquelas cartas de “a gente não sabe como as coisas vão ser”, aí depois teve uma evolução dessas cartas de “não adianta só ficar na defesa, tem

que ir pro ataque”, “puxa, vão ter setores que vão ser vencedores; todo mundo em *lockdown*, como é que você paga pelas coisas que você compra? Então o dinheiro deixou de ser tão usado e América Latina e Brasil a concentração de dinheiro como forma de pagamento é muito alta...”, dando um exemplo. Teve essas ondas, até que chegou “num” ponto que ficou muito claro quem é que são os vencedores, quem são os perdedores. Os vencedores não necessariamente se tornaram companhias, se tornaram realmente setores. O *e-commerce* por exemplo, para citar um, acelerou “pra” caramba na pandemia, quase de maneira imposta pelos consumidores, pelo cenário e tudo mais. E aí nisso, o que começou a acontecer “pra” você manter a economia girando e tal, os governos começaram a fazer uma série de pacotes de estímulo, então abaixa a taxa de juros “pra” você fomentar o consumo, teve lá os auxílios, não só no Brasil. Isso tudo “pro” investidor, principalmente o de longo prazo, o investidor que investe em fundos de *venture capital*, ele começou a falar “eu não vou conseguir comprar os ativos que me dão a rentabilidade que eu preciso com esse cenário aqui e eu não sei quanto esse cenário vai durar, então preciso me expor a ativos um pouco mais ilíquidos, mas que tenham uma promessa maior de retorno, e aí a gente viu esse fluxo bastante grande de dinheiro indo pra *venture*, *venture* superou pela primeira vez *private equity* no Brasil. Eu vejo esse cenário da pandemia, foi uma coisa muito de “cuidado!”, “pera, cuidado não vai resolver”, “não sei pra onde isso vai e eu to vendo que em algumas coisas tão indo bem, vou apostar nisso, eu, investidor de fundos, preciso me arriscar” e entrou que a pandemia começou a demorar e entrou em um momento quase de “o *e-commerce* “tá” crescendo? O *e-commerce* nunca vai parar de crescer. Vai nesse ritmo pra sempre. *Funding* de *venture* tá crescendo? Sempre vai crescer”, então todo mundo começou a encarar essa curva só apontando “pra” cima. Isso gerou um desequilíbrio grande, porque a gente começou a ver [...] empresas levantando rodadas num período de tempo muito curto entre uma e outra, não tendo os *milestones* ainda daquele determinado estágio. Aí quando teve aquela quebra, essa mudança macroeconômica, tudo isso caiu por terra e a gente viu que algumas tendências que todo mundo tava apostando que ia continuar, a gente começou a ver que algumas tendências que todo mundo tava apostando que iam continuar, não é que deixaram de existir, mas elas desaceleraram. Então você vê, globalmente, o *e-commerce*, ele continua crescendo sim, mas não no

ritmo que a pandemia impôs ele a crescer, entendeu? Da Rússia, da Guerra da Ucrânia, é um pouco mais indireto os efeitos no Brasil, na minha leitura. Então guerra, dependência, fontes de energia, pressão de commodities, onde que isso impacta? Nas principais economias do mundo. Quais são as principais economias do mundo? Uma delas é os Estados Unidos. Estados Unidos sofrendo, nós que somos economias que de certa forma orbitam essas grandes economias, sofre também. A gente até viu outro dia um investidor falando isso: a gente sofre mais com o que o FED lá dos Estados Unidos diz do que com as eleições no Brasil.”

**Entrevistado C:** “A COVID acho que foi positivo no geral, na digitalização e os impactos econômicos mais diretos trouxeram mais liquidez que por fim acelerou mais coisa no mercado. O saldo da COVID “pro” mercado foi mais positivo, mas isso implicou nessa crise que “tá” hoje, são dois lados. A guerra impacta o mercado global, macro. Tem um negócio geopolítico, que cria incertezas “pro” mercado financeiro global e isso afeta os LPs no final das contas. Acho que é distante assim de um negócio mais direto.”

**Entrevistado D:** “Acho que a pandemia deu uma acelerada nas empresas, muito por conta da necessidade de digitalização, de todo mundo, inclusive grandes empresas. Várias *startups* conseguiram aproveitar essa necessidade pra aumentar as vendas de produto e tudo mais. Se pegar o caso do Zoom, uma empresa que tava indo super bem na pandemia, agora que as coisas tão começando a voltar um pouco mais, ela já “tá” caindo bastante. Acho que as *startups* conseguiram de forma geral aproveitar um pouco da pandemia, depois, “né”, daquele pânico geral, ninguém saber direito o que vai acontecer, o que é o vírus de fato e como seria a nossa vida com esse vírus. Então acho que teve alguns benefícios “pra” essas empresas “pra” quem conseguiram se aproveitar disso. Na ACATE a gente tinha uma empresa que trabalhava com *chatbot* “pra” hotel e, bom, não tinha mais hotel, então eles tiveram que congelar vários clientes, ficaram praticamente sem receita. Eles “tavam” bem grandes assim, um time de 70 pessoas, eu acho, e tiveram que fazer demissão de quase metade, ou de um pouco mais que a metade. Teve algum segmento que sofreu assim, mas na visão geral as *startups* conseguiram sair bem dessa crise muito por conta da necessidade de digitalização ali e como as pessoas começaram a olhar também “pra” *startups*, “né”. Hoje a gente vê vários fundos de CVC nascendo, várias gestoras ali que

fazem um trabalho de consultoria “pra” nascimento de fundos. Acho que de maneira geral os outros *players* começaram a entender um pouco melhor as *startups* e como elas podem ajudar. E aí falando específico da crise Russa assim, talvez em alguns segmentos mais específicos, de gás, tenha um impacto maior. Pelo que acompanhei das *startups* algumas tiveram dificuldade quando estourou, um pouco depois, por conta do medo. Vários clientes que “tavam” negociando com as *startups* e podiam ser impactados de alguma forma com essa guerra acabaram dando uma diminuída no ritmo de contratação e algumas *startups* tiveram dificuldade de vender, mas do nosso portfólio pelo menos eu não vi um impacto muito grande, tirando a macroeconomia.”

**Entrevistado E:** “Sim, entre aspas. Eu acredito que teve um *boom* principalmente no *venture capital* no *late stage* de 2020, 2021, junto com o *SoftBank* entrando muito pesado aqui no Brasil, “né”, que teve aquele fundo que se instalou aqui no Brasil, aquilo lá foi uma chuva de liquidez que houve. Recorde de M&As, recorde de IPOs, isso foi uma euforia gigantesca, mas se tu acaba pegando uma diferença de acompanhamento de um *VC early stage* “prum” *VC late stage*, o *VC late stage* acaba trabalhando de uma forma muito mais demorada por causa que ele precisa ter uma análise muito mais criteriosa “pra” fazer um investimento muito mais relevante que um *VC early stage*, então acaba que os investimentos de *VC early stage* dependem de menos tempo do que as análises de *VC late stage*, então isso acaba sendo um ponto relevante dentro dessa análise, é uma diferente que eu considero muito relevante.”

**Entrevistado F:** “A pandemia afetou totalmente, “né”. A gente avançou diversas macro *chains*, desde *mobile computing*, então tipo, a população ficou majoritariamente *mobile*, muita gente foi trazida, a gente acelerou essa *trend* que a gente já via subindo em “putz”, quase dois, três anos. Dentro do *e-commerce* da região a gente avançou e não retraiu pós-pandemia, então foi como se fosse um *bump* ali do nosso avanço de penetração do *e-commerce*. Cara, muito muito o cenário, o próprio *fundraising* do empreendedor, cara, antes você tinha que ir “pra” reunião, queria levantar com fundo gringo precisava ir “pra” Nova York, São Francisco, ficar dodando lá. Hoje em dia, as coisas já “tão” muito mais versáteis, então os processos encurtaram, e isso é positivo “pro” empreendedor porque não só ele perde menos tempo, como ele consegue melhores termos, por conseguir falar com mais gente mais rápido. Isso só falando de pandemia, “né”.

(...) É um mal que veio, “pra” esse caso, positivo “pro” setor de *tech*. Dito isso, se você for olhar *public markets* foi “pro saco”, “né”, então todo setor de tecnologia que é “tradado” ali a múltiplos muito altos graças a uma disponibilidade de capital muito distorcida, graças à pandemia, corrigiu-se agora. Então depende de que que a gente fala de tecnologia, se é VC *early* ou tecnologia é *as a whole*. (...) Agora, a guerra Rússia-Ucrânia. Quando a gente pensa em VC, a gente pensa em *supply chain* de capital, certo? O início do *supply chain* é o *early stage*: a empresa vai, começa a levantar capital, e o fim do *supply chain* são os *public markets*. A Guerra da Rússia e da Ucrânia foi muito importante “pra” adicionar esse nível de insegurança que a gente “tá” sentindo do ponto de vista dos investidores dos fundos de capitais, de VC. Então não necessariamente um fundo de VC ficou com medo ou não quis “deployar”, mas o seu investidor, que “tá” por trás dele, ficou com medo de possível conflito geopolítico... teve um monte de problema lá na Europa. Teve LP assim que sentiu as *energy hours* de Londres, pagou caríssimo no escritório, enfim, se assustou e começou a ter um *outlook* bem mais negativo do mundo do que é. E *given* que os LPs são, os fundos globais, são bem concentrados na região do Oriente Médio, tem uma galera que vem da Europa, sentiram muito essa pressão. Afetou, mas não afetou aqui em mim, que “tô” analisando *deal* por *deal*. Afetou o cara que investe em mim, como se fosse um outro lado. Não vai fazer diferença “pra” mim investir em B2B SaaS por causa da guerra da Ucrânia, entendeu. Agora faz diferença se eu vou levantar um fundo de 50 de dólar ou 100 de dólar, porque meu LP maior “tá” retraído e falou que não vai investir em *venture*.”

**Entrevistado G:** “São dois, eu não vou falar *outliers*, porque esses eventos não são tão raros, se a gente colocar em uma perspectiva histórica, desde pandemias, guerras... são *outliers*, ninguém precifica isso, mas tiveram dois componentes diferentes ali, “né”. A pandemia por um lado impulsionou muito empresas de tecnologia, porque naquele momento a gente meio que partiu do pressuposto de que o mundo ia mudar dali “pra” frente. Tudo ia ser mudado com tecnologia, essa forma totalmente de trabalhar diferente, então acho que teve um... não vou falar otimismo, mas achou-se que ia ter uma mudança de paradigmas mais profunda, assim. Na verdade, assim lógico que teve mudanças significativas: trabalho híbrido, flexibilidade, mas o grosso assim do modo de trabalho, das

dinâmicas, talvez não tenham sido tão profundas, tanto que muito se investiu em determinados *players*, por exemplo o Zoom e outras empresas que poucos mantiveram, “né”. Zoom inclusive foi uma delas que tiveram resultados bons pós IPO, mas assim, de resto, tudo derretendo, porque no final das contas não foi uma mudança tão forte de paradigma assim. A questão da guerra, a consequência vem um pouco junto com a consequência da pandemia, que é a questão da taxa de juros, “né”. Muita incerteza no mercado, inflação no mundo, todos os dois eventos foram inflacionários, então teve que necessariamente aumentar a taxa de juros, dinheiro não ficou mais de graça. E a questão da taxa de juros “pra” gente é super relevante, porque ela praticamente aumenta a barra do que a gente precisa ter de retorno, então se com juros negativos qualquer investimento a gente coloca dinheiro lá, porque vai “tá” performando melhor do que se colocar renda fixa, quando a gente tem taxas reais positivas, voltando preços acima de 10%, mais de 13%, taxas americanas potencialmente passando de 5% aí, aí já a barra é mais alta, porque o investidor vai considerar ter que ter um retorno em excesso muito acima do que a renda fixa “pra” compensar o risco. Isso é refletido nos investimentos que a gente faz também, “né”. A gente tem que considerar que “pera lá, né, não é qualquer investimento que vai pagar melhor do que um CDI aqui, tem que realmente selecionar as melhores oportunidades” e esse mercado ilíquido é muito afetado por todos componentes macro, não dá “pra” isolar esses fatores.”

10) Você percebe diferenças relevantes entre os investimentos de *venture capital early stage* e *late stage* nestes tempos de crise?

**Entrevistado A:** “O *late stage* tende a pegar empresas já com um EBITDA positivo normalmente, mas em tempos de crise isso toma mais importância ainda. Já em *venture capital*, o *early stage*, ele já é acostumado a pegar empresas queimando caixa, é mais comum. E agora no pós pandemia o pessoal “tá” se aproximando mais do jeito *capital* de fazer análise que é uma análise mais fundamentalista da parte econômica também. Por mais que ela ainda não esteja gerando caixa, ela precisa ter condições de gerar caixa com nosso investimento, então a gente não entrava nessas empresas de rodadas malucas e subsequentes com *cashburn* violentíssimo e que se não tivesse investimento a empresa morria. Isso agora já diminuiu muito, mas a gente não entrava nisso. Isso tem uma

diferença aí do *early stage* pro *late stage* também dessa propensão “pra” assumir riscos.”

**Entrevistado B:** “As empresas que chegam em etapas mais *late* da jornada, primeiro, é um volume muito menor de empresas, então se você tem pouca oferta de empresas e você tem muita demanda “pra” alocar esse capital que os investidores captaram, qual é a consequência direta disso? Aumento dos preços, é a lei da oferta e da demanda. Isso a gente sentiu no *early stage*? Com certeza, mas a oferta de *startups early stage* é muito maior. Acho que ficou muito nítido essa competição. Pela característica dos investimentos de *seed* e de *late stage*, *seed* tem aquela pegada de muitos coinvestimentos, muitas rodadas, dificilmente um fundo vai fazer todas essas rodadas até a saída. Já num *late stage*, eu “to” comprando “pra” um *holding period* não tão grande, eu quero desinvestir “num” horizonte talvez de 2, 3, 4 anos, vai. Então essa competição se materializou. E aí o que aconteceu depois, eu (*late stage*) investi “num” preço que eu sabia que “tava” caro porque a competição “tava” muito intensa, mas eu “tava” confortável com isso, porque eu olhava “pra” bolsa e eu falava “cara, eu vou conseguir listar essa companhia e meu preço de entrada não vai ser tão relevante. Eu vou conseguir sair dessa companhia no mínimo a um mesmo múltiplo, mas “num” preço muito mais alto, entendeu? Com prêmio de múltiplo. Só que essa janela de IPOs e de aquisições fechou. E aí o que aconteceu foi que o investidor falou “ferrou, “né”, eu aloquei esse dinheiro, eu tava com a expectativa de sair num horizonte que hoje eu já não sei se vou conseguir sair, então ao invés de eu sair colocando dinheiro em novas empresas, talvez seja melhor eu pegar esse capital e começar a fazer *follow on*, extensão, “pra” essas empresas não morrerem, senão eu vou ter perdas muito relevantes”. A gente viu isso no SoftBank, que é um caso muito emblemático, “tava” fazendo todos os *deals*, todo mundo olhava “praquilo” meio “caramba, esses caras tão pagando muito”, mas é porque eles viam uma janela, mas no momento que essa janela fechou, a pressão veio muito forte, porque se você não vai me dar o retorno, se vira “pra” minimizar a perda. Eu vejo que quanto mais *late* você tá, mais “curtoprazista” você tende a ser, maior é a pressão você tem que aquilo vai acontecer. Então um cara que pagou caro em um *early stage*, 12, 18 meses depois ele vai descobrir que pagou caro lá atrás, tudo bem, vai ter um *down round*, alguma coisa assim, mas melhor ter um *round* do que a empresa morrer. Se tudo der certo a empresa

sobreviver, a chance de ele ainda assim conseguir um retorno bom ainda “tá” ali, sabe.”

**Entrevistado C:** “O *late stage* toma mais baque ali porque ele é mais comparável ao mercado público, que é corrigido quase instantaneamente, ele é mais correlacionado com o mercado em geral. *Pre-seed* menos, “né”, o *early stage* menos, porque primeiro que não tem muito histórico, vai ser um tempo longo de maturação, vão ser mais de 5, 7 anos, então teoricamente as empresas que a gente “tá” investindo hoje *pre-seed* se elas vingarem, elas vão ser vendidas em outro momento econômico, e o *late stage* geralmente a galera “tá” esperando aí 2, 3 anos “pra” fazer IPO e a gente não sabe muito bem como vai “tá”.”

**Entrevistado D:** “Acho que sim. Acho que o investimento *late stage* “tava” um pouco acelerado assim. Eu vejo que *startups* “tavam” levantando *valuations* que não justificavam 100% na situação atual da empresa, talvez uma projeção mais futura, assim. No *early stage* a gente também via isso, mas aí eram investimentos um pouco menores e era um pouco mais controlados assim. E acho que agora teve uma readequação com a necessidade e a vontade dos investidores. Os investidores de maneira geral não querem que a gestora invista sem um racional claro de *valuation* ali. Então eu vejo que tinha esse diferencial que o *late stage* já tava um pouquinho mais *agressivo* que o *early*, até porque também tem mais risco, “né”, quando tu investe em empresa que “tá” mais nascente, “né”.”

**Entrevistado E:** “Vou falar da experiência que a gente teve na Empresa E com isso, porque não acabou afetando diretamente algumas das nossas empresas, foram mais os efeitos de rebote, a gente acaba percebendo. Sobe a inflação mundial, acaba aumentado o custo de capital das empresas. Acaba que a gente é muito pego de rebote pelas questões macroeconômicas, mas uma empresa que a gente vê em *early stage*, um SaaS B2B ali, ele pode se afetar vamos dizer assim olha: se cresce o preço da importação dos microchips da China, de Taiwan, tudo mais, isso pode afetar ali a produção de algum maquinário, alguma máquina, algum computador, algum *software* “pra” nossa empresa. (...) O efeito é muito menos relevante do que as empresas de *late stage* acabaram sofrendo, que acabam sofrendo fazendo negócios com mercados desse tipo.”

**Entrevistado F:** “Sim, cara, relevantíssimas, assim. Como *early*, a nossa janela de investimento e desinvestimento - quando a gente vai ganhar dinheiro de

verdade -, é daqui a cinco, seis anos, não afeta tanto. Como *series B*, *series C*, *late stage*, a janela, é “cara”, você quer liquidez em dois, três anos no máximo, afeta muito, uma recessão iminente, entendeu? Você não quer investir nas empresas, porque elas não vão retornar dinheiro e provavelmente sairiam em IPO com números terríveis. É melhor deixar o dinheiro em renda fixa nesse momento do que deixar “numa” empresa que vai “pro lado, então é um momento difícil.”

**Entrevistado G:** “Acho que tem diferença sim, porque quando a gente “tá” falando de *series A*, *series B*, a gente já “tá” falando de múltiplo, a gente já pode por exemplo fazer um *discounted cash flow*, alguns métodos mais tradicionais de *valuation* que englobam questões mais macro. (...) Tudo isso que eu falei, ah, juros mudou, provavelmente “num” pré-IPO isso começa a gerar uma sensibilidade maior, e aí muitos alvos de investimento desta empresa, por exemplo investidores institucionais, *hedge funds*, etc., podem escolher ou botar dinheiro em uma renda fixa ou investir em *venture*. Essas empresas maiores que têm acesso a esse tipo de captação, *players* mais estratégicos, maiores, isso influencia mais. No mais *early stage*, são outros *drivers* que vão fazer o investimento, então a gente olha muito mais “pra” tendências macro, time, potencial de disrupção daquela tecnologia, então percebe que não tem uma correlação tão alta com ciclos de mercado. Lógico que assim, ao longo prazo, quando você olha pra trás, AirBnB, Uber só foi viável por causa da crise econômica dos Estados Unidos “pra” deixar o pessoal dirigir, “pra” deixar alguém dormir na sua casa, então o fato de estar naquela época foi crucial, mas quando você “tá” vivendo aquele momento isso é impossível de ter uma retrospectiva assim de saber exatamente qual é uma tendência que você “tá” vivendo e até daí é importante de diversificar os ciclos, “né”, mas aí é questão que *seed* tem menos correlação que os grandes ciclos macros.”

11) Que fatores contribuem para que essa diferença exista?

**Entrevistado A:** “Coisa crise ou sem crise tem essa diferença do nível de risco, e na hora da crise talvez isso fique mais acentuado. Tem diferença também no tipo de investidor que pega o *private equity*, são mais oportunidades mercadológicas da cadeia de produção: teses de consolidação de setor, coisas

desse tipo; e o *early stage* pega mais tecnologias, mais inovações. Então a abordagem do *early stage* é mais - eu vou chamar aqui, eu “to” simplificando - eu vou chamar aqui de *tech push* e a abordagem de *late stage* é mais *market pull*.”

**Entrevistado B:** “No geral, quem faz *early stage*, joga um jogo de portfólio mais amplo. Investe em mais companhias e tal, aquela lógica de “várias vão falhar”. No late, esse portfólio tende a não ser tão pulverizado, ser mais concentrado, então sua margem de erro tende a ser bem menor.”

**Entrevistado C:** “Um é métricas e *benchmarks* assim, das empresas. O outro é a necessidade de uma captação. O perfil do investidor de *late stage* é de curto prazo, de liquidez, tempo curto “pra” *exits*”, acho que é isso.”

**Entrevistado D:** “Em alguns fatores eu acho que o *late* talvez tenha mais dificuldade de achar empresa “pra” investir, então quando acha uma já quer colocar mais dinheiro. Hoje a gente “tá” com um fundo lá do Espírito Santo, que é um fundo de R\$ 250 milhões de reais, então a gente tem ali uma parte desse capital administrado e gerido pela TM3, que faz investimentos de 10, 15 milhões de reais, e a gente faz a gestão da parte de aceleração de 300 a 500 mil reais, então se for pegar assim a visão que eu “tô” tendo nesse fundo, principalmente nesses *deals* maiores, é que tem menos *startup* “pra” ser investida, então quando acha ali é uma competição maior, tem outros players olhando. Nesse fundo por exemplo tem 250 milhões, 200 milhões é “pra” investir nessas empresas série A e o resto é “pra” investir nessas empresas de aceleração ali.”

**Entrevistado E:** “Acredito que o tamanho do investimento, seja um *venture capital* de um *late stage* vai investir R\$ 100 milhões “numa” empresa, é um investimento que talvez traga retornos um pouco menores, por causa que se você acabar pensando no múltiplo, conforme tu vai crescendo o nível da empresa, é comum que os números diminuam também. É a relação do risco-retorno. E daí o *venture capital* de *early stage* os múltiplos acabam sendo muito mais estrondosos, se acaba dando muito certo, por isso que tu vê se um Goldman Sachs compra uma empresa, se um BTG compra, ele vai fazer 2, 3 vezes o ARR (que é a métrica de SaaS). Se você acaba vendo as saídas de *venture capital early stage*, tu pega ali a da Figma com a Adobe, teve um *venture capital seed stage* que fez 450 vezes o investimento na venda. É completamente diferente, só que acaba sendo diferenças relevantes, sabe.”

**Entrevistado F:** “‘Cara’, o tempo de desinvestimento. O nosso horizonte ser de maior, um longo prazo, comparado ao investimento *late stage*. O quanto *public markets* afeta o investimento, então, “cara”, a bolsa deteriorando afeta muito o *late stage*, porque a bolsa é a próxima etapa do *supply chain* do *venture capital*; se ela deteriora, você deteriora também. No *early stage, dry powder*, os fundos *early stages* “tão” sentados em muita grana “pra” fazer *deals early*, então são menos afetados porque, “pô”, você tem que pensar daqui a X anos, ela vai conseguir levantar série A, série B, beleza, “tá” difícil levantar uma série A, uma série B, mas você “tá” muito bem capitalizado e é um dinheiro que já entrou, já ‘tá’ com essa grana “commitada”; enquanto o investidor de série B, dependendo do tamanho do fundo, o dinheiro funciona diferente lá. Não é “commitado” e você já manda o dinheiro “pro” fundo administrar, *deal by deal* os fundos de pensões, os grandes de investidores, colocam a grana. então digamos, o General Atlantic vai fazer a *series C* do Gympass, uma *series C* de 60 milhões de dólares, oitenta milhões de dólares, sei lá, algo bizarro. Ele liga “vamos fazer 80 mil dólares aqui no fulaninho, preciso que você mande 3 de dólar, você tem que mandar 5, você tem que mandar 10...” proporcional a quanto cada um tem do fundo e assim ele *deploy*. Quando você tá “num” momento desse de crise absoluta, ligar pra esses LPs você muitas vezes vai ouvir “cara, cancela meu cheque, esquece meu commitment”, e aí é nesse momento que você descobre que você tem menos dinheiro do que você tinha a um ano atrás. (...)”

**Entrevistado G:** Respondida junto à questão anterior

#### Seção 4 (métodos de valuation adotados)

12) Qual é o método adotado por vocês no valuation de startups em estágio inicial?

**Entrevistado A:** “A gente montou um próprio. São, na verdade... nós montamos três metodologias próprias, partindo do pressuposto que não existe método que funciona, nenhum é bom, nenhum funciona “pra” *startup*, e a gente usa mais como um guia interno “pra” nossa tomada de decisão e “pra” diminuir a subjetividade na análise. Os três que a gente usa, um é “pra” empresa SaaS, que tem uma dinâmica própria, e aí a gente usa método principalmente baseado em múltiplo de ARR e a gente considera dentro do múltiplo de ARR, “pra” considerar qual múltiplo que a gente vai usar, a gente olha muito a taxa de

crescimento e a margem bruta. A partir da taxa de crescimento dos últimos três anos e da margem bruta, a gente estima qual ARR que a gente vai usar. Os outros dois métodos eles se dividem entre empresas que faturam menos que seis milhões / ano empresas que faturam mais de R\$ 6 milhões / ano, e as empresas que faturam mais de R\$ 6 milhões / ano, e aí já tem o *economics* um pouco mais concreto, a gente utiliza múltiplos de mercado descontados. Então a gente pega múltiplos de indústria lá de Damodaran, dá um desconto por ser Brasil, por ter baixa liquidez e tal, e usa eles como referência. E aí a gente ajusta um pouco “pra” cima, um pouco “pra” baixo de acordo com potencial, risco e avaliação financeira. Tanto “pra” potencial, quanto “pra” risco, a gente olha mercado, equipe e tecnologia. Potencial de mercado, equipe e tecnologia. No risco também a gente também analisa o risco do mercado, da tecnologia e da equipe e faz uma avaliação financeira. Essas variáveis vão determinar qual o múltiplo de mercado que a gente vai usar. Isso dá a base “pra” gente multiplicar por um múltiplo da indústria do Damodaran. “Pra” empresas abaixo de R\$ 6 milhões de faturamento, R\$ 6 milhões / ano, que aí a gente ainda não tem um *economics* ainda robusto “pra” acreditar nos múltiplos de indústria, aí é um *scorecard* puro. É um *scorecard* que a gente analisa potencial e risco de mercado, tecnologia e equipe também e também uma avaliação financeira, só que ao invés de multiplicar um múltiplo de mercado, ele dá uma faixa de participação que a gente tem que ter “pra” aquele negócio. [...] Os três métodos são como um guia, mas o *checkpoint* de todos os três é o Método do Venture Capital, o método de saída, que é assim: qual é a multiplicação de capital que eu vou conseguir nessa projeção se a tese de investimento acontecer do jeito projetado? Essa é a base da minha decisão. Então é menos de quanto a empresa vale - eu nem gosto muito de usar a palavra *valuation*, porque a gente não sabe quanto a empresa vale - só que a gente tem como nosso trabalho é de multiplicação de capital, existe um percentual mínimo que naquela relação de risco - retorno eu preciso ter da empresa para que eu consiga multiplicar meu capital da forma esperada. Aí a gente discute muito qual é essa participação mínima. Os outros métodos são todos baseados em fluxo de caixa descontado e o fluxo de caixa descontado nessa fase do *early stage* é um chute muito grande, o desvio-padrão é muito alto.”

**Entrevistado B:** “Não tem um método específico que a gente usa, normalmente é um *mix* de vários métodos. Tem um método que a gente usa bastante que é o *VC method*, que é basicamente você estimar por qual múltiplo você vai sair, e aí você pega o BP da companhia, estressa esse BP, coloca as suas premissas e vê se “ah, minha expectativa é de sair daqui a 10 anos, eu acho que vou sair a dez vezes receita, e essa companhia vai faturar daqui a 10 anos X milhões de reais, logo o *valuation* implícito de saída é de X milhões. Se o *valuation* é de X milhões, e eu “to” pagando agora, Y milhões, se isso se concretizar, qual vai ser minha TIR? Ou o contrário, dado que o *valuation* lá na frente é de X milhões, se eu tenho a expectativa de ter uma TIR, um IRR, de sei lá 30, 40, 50% do meu fundo, quanto essa empresa precisa valer? E aqui tem duas lentes: eu olho tanto por investimento, então quando eu olho por investimento minha expectativa de retorno é uma, mas tenho que lembrar que mesmo que eu consiga atender minha expectativa de retorno pela empresa, dado que outras empresas do meu portfólio vão falhar, as que eu “tô” apostando não podem entregar só o suficiente “pra” elas valerem a pena, então eu preciso de mais. Essa conta a gente faz a todo momento. Essa metodologia é meio que um *mix* de fluxo de caixa descontado, só que não é bem um fluxo de caixa que você “tá” descontando, e de múltiplos, a gente usa bastante, não no sentido “ah, vou fazer um fluxo de caixa porque eu acredito na metodologia e vai me dar uma resposta”, é muito mais de “como essa empresa ganha dinheiro, como ela vai ganhar, eu tô confortável com esse *business plan*, como é que é a performance, quais são as premissas...”, é mais pelo exercício de entender como aquele *business* pode vir ou não a parar de pé. E o de múltiplos acaba sendo um *sanity check* muito rápido assim, de “cara, to com uma empresa que ta pedindo 100 vezes receita, mas todos os *peers* dela tão levantando a 10. Por que?”. Isso por si só não quer dizer que “tá” caro ou que “tá” barato, mas preciso entender o porquê. Ah, e tem uma assim que não anda sozinha, mas é olhar “pros” estágios. Se eu “tô” fazendo um série A, série A tipicamente levanta X milhões, série A tipicamente dilui a companhia em X%, é meio que esse o *ballpark* de *valuation* que eu tenho. Se eu pedir uma diluição muito maior talvez atrapalhe se eu pedir uma muito menor, talvez me atrapalhe.”

**Entrevistado C:** “Basicamente, a gente olha as medianas globais através de referências e tenta seguir essa linha assim. O valor do aporte, *valuation*, as medianas e tenta colocar as empresas dentro dessa linha. A gente atualiza isso

mensalmente. Tem um outro olhar que acho que é o método VC, que eu acho que é o método que melhor explica, você faz um valor presente do *exit* e busca um *valuation* em relação ao TIR, porque o TIR também você tem que buscar um TIR do *venture capital* maior em relação ao risco dele. Acho que tem também a questão de *cap table* / a expectativa de *exit* no futuro e necessidade de capital. Assim, a gente tem a expectativa de fazer um unicórnio e “pra” isso vai precisar de R\$ 480 milhões de dólares; como é que a gente coloca em *stage investing* ao longo do tempo baseado em *cap table* “pra” coisa não estragar muito a dinâmica ali dos founders, dos incentivos e etc., do retorno esperado, custos de oportunidade.”

**Entrevistado D:** “Comentando um pouquinho do nosso processo assim, normalmente a gente recebe a pedido da *startup*, a gente nunca propõe um *valuation*, e a partir dessa pedida e da projeção financeira a gente consegue entender se é um múltiplo que “tá” dentro do que a gente espera de *early stage*, porque a gente sabe que múltiplo de *early* vai ser um pouquinho maior do que múltiplo de *late*, “né”. Se for pegar até os múltiplos de M&A também né, que a gente tem até aqui uma boutique de M&A, os múltiplos ali variam entre 2 e 4, são bem menores do que a gente paga hoje. Tem que ter todo um estudo de sensibilidade “pra” entender que se hoje eu “tô” entrando numa empresa por 10 milhões, quanto vou precisar vender pensando que o múltiplo dela vai ser de 2 a 4. A gente usa muito o método de múltiplo e comparados.”

**Entrevistado E:** “Cara, a gente utiliza o DCF “pra” fazer essa validação, *trading comps* que leva também a um *football field*, a gente faz a comparação ali dos múltiplos entre as empresas, embora seja um pouco difícil de analisar e comparar por causa que muitos dos dados que acabam saindo são do mercado americano de M&As, vão ter de SaaS no nosso *stage*, e é difícil de comparar o mercado americano com o mercado brasileiro, então a gente tem que separar o que que é banana e o que que é maçã ali e sempre é um pouco complicado. E existem também as projeções que acabam vindo do próprio empreendedor e a gente... de qualquer forma a gente acredita no nosso empreendedor. E a gente obviamente como *venture capital* tem que fazer a prova real, só que a gente “tá” colocando, investindo além do dinheiro, o *smart money*. A gente gosta de acompanhar de perto como eles vão fazer essas projeções, baseadas em quê. Poderia ser um DCF descontado, também tem o método de *venture capital* que

tu acaba vendo, “tá” sendo mais popularizado hoje em dia, embora eu tenha percebido que o método de *venture capital*, por alguns estudos que acabam saindo, “tão” puxando alguns *valuations* de empresa mais “pra” cima do que normalmente, pelo que eu tenho analisado de algumas reportagens aí, mas acaba que as projeções se baseiam também muito no DCF, nos *trading comps* e também nas projeções dos empreendedores, sobre *churn*, sobre CAC, sobre LTV, crescimento da base de clientes, crescimento de MRR, aumento de *headcount*, isso tudo acaba sendo relevante “pra” quando a gente vai fazer os crescimentos dos múltiplos, “né”.”

**Entrevistado F:** “Cara, aí assim, tem um método pra vocês setar o *valuation*, dizer “essa rodada vai ser a dez de dólar”; isso a gente não faz, a gente é um fundo seguidor, a gente não lidera a rodada, a gente não sabe dos termos. O que a gente faz é nossa *valuation* de quanto a gente acha que essa empresa vale. Aí a gente chega nesse cálculo de quanto estamos dispostos a pagar por algumas coisas. Primeiro, a gente modela o TAM (Total Addressable Market), o tamanho do mercado daquela empresa. Se for um tamanho muito enorme, é mais “pra” ter tipo uma volumetria de onde ela “tá” brincando. Depois a gente vai, monta um modelinho, todo modelo de negócio da empresa, e a partir disso a gente chega no número de quanto de receita por usuário ela teria, quantos por cento do mercado ela teria que ter “pra” ter tal receita, e também a gente vê “cara, essa empresa tá chegando agora a 10 de dólar com a gente, o líder botou 10 de dólar, pra gente ter o retorno que a gente quer, de acima de 20 vezes, contando diluição”, aí a gente bota no modelo lá, tudo bonitinho -, quanto ela tem que faturar em 2029. “Ah, em 2029 essa empresa teria que faturar 300 milhões de reais / ano pra ela dar esse retorno que a gente quer”, aí a gente olha e olha “pro” mercado, “R\$ 300 milhões / ano é 1% do mercado, dependendo do mercado isso é muito, assim, meu deus do céu, não não sei se vai chegar a 1%. Ou a gente olha “não, isso aqui é 0,01% do mercado, é um mercado tão enorme que essa empresa tá brincando no parquinho, dá pra ela errar muito que provavelmente vai dar um bom retorno”, e assim a gente chega a mais ou menos quanto a gente aceita pagar, entendeu? Se a gente faz essa conta e ela chega “po, a empresa tá 20 de dólar, pra ela dar 20 vezes ela precisa tá faturando 1 bi; aí a gente olha pra empresa que vende soluções para donos de *pugs*, po, claramente isso aqui tá impossível e não dá pra pagar, entendeu?”. Isso eu exagerando totalmente, mas é

mais ou menos isso. Mas tem maneiras e maneiras de se expandir TAM, por exemplo, quando a gente “tá” calculando TAM, dá um trabalho, demora, “pra” modelar direitinho. Por exemplo, a gente fez uma empresa de educação América Latina, aí “cara”, “cê” faz o TAM país por país e vai vendo. Como muda o *offering* da empresa, você começa a pensar “se ela dobrasse o valor de *offering*, quanto mudaria o TAM”. Aí “cê” monta uma tabelinha de sensibilidade e aí vai vendo assim, *tweak* isso, aumenta muito a oportunidade ou não vai mudar muita coisa?”

**Entrevistado G:** “A gente normalmente tem uma combinação de métodos, “né”. A gente faz basicamente três principais, que é de múltiplo, que a gente dividindo em transações listadas, que é basicamente *peers* tanto globais quanto locais, às vezes de tecnologia tem poucos locais e a gente busca mais global; e empresas fechadas, a gente tem uma base de dados interna, mais acesso a algumas bases tipo do *PitchBook* que tem alguns dados de transações privadas, então a gente mede esses dois. A gente usa o *VC method*, acho que é bastante importante principalmente “pra” *seed*, que é basicamente uma conta reversa. A gente captura qual que é todo o potencial de *upside* que a gente teria “num” *deal* e define, “né” o quanto no cenário ideal a gente teria de retorno com aquele investimento “pra” ver se o número final ali que a fórmula tá jogando é realista ou não, em termo de diluição, em termos de padrão da rodada, por exemplo não diluir muito os *founders*. Então é uma conta meio reversa, um pouco menos ciência, mais arte, do que a gente faz, mas é importante “pra” validar se a gente consegue ter um potencial de *upside* que a gente precisa pra ponta de VC fechar. Aí complementarmente a gente também faz um DCF, que, antes que critiquem “ah, não dá pra fazer DCF com companhia *seed early stage* que os próximos cinco, seis anos vão ser negativos”, a gente faz o DCF basicamente, bom, primeiro que a gente projeta muitos anos, não são só três anos assim, porque a gente sabe que a perpetuidade vai ter um peso muito desproporcional nessa modelagem. A gente faz esse método muito também “pra” validar o modelo de negócios, porque como as principais variáveis que a gente “tá” contornando, por exemplo, ah, preço do produto, quantidade unitária, clientes B2B, *churn*, essas variáveis a gente só consegue controlar quando a gente tem um DCF, por exemplo, não dá “pra” fazer isso com múltiplo. A gente gosta de fazer mais como validador, “né”, a gente rebate as premissas que a empresa manda “pra”

gente, premissas mais de mediana de mercado, assim, de crescimento, e estressa o modelo. A questão do DCF é que se o modelo estressado não se parar de pé, é um *flag*, “né”, porque a gente “tá” usando as premissas dos empreendedores, estressando o modelo, e se nenhum jeito, mesmo com premissas irrealistas, eu não consigo viabilizar aquele modelo, fica algo muito absurdo, talvez o modelo seja no próprio modelo de negócios (...). O que a gente faz no final das contas é o que a gente chama de *football field*, que é elencar o *range* dentro de um cenário de sensibilidade de cada método de *valuation* e a gente “plota” isso “num” *chart* e vê qual é o *range* possível de *valuation*. Normalmente tem algum tipo de intersecção que consegue traçar uma linha, que tem um *valuation* que entra nos três modelos. A gente faz um *range*, assim, talvez entre cenário realista-conservador e realista-otimista, assim, “pra” não estressar muito o modelo. A gente faz os dois cenários em cada modelo e basicamente pega uma linha em comum entre todos esses modelos que vai ser nosso *range* possível que a gente aceitaria pagar. E se tem alguma coisa fora, aí é mais um *flag*, “né”, “putz”, por que esse modelo deu tão fora? É culpa do método ou culpa de alguma questão na modelagem da empresa, do setor, que não tá fazendo muito sentido? É quase um *sanity check*, um exercício de “faz sentido isso?”. Então é um modelo quase da gente objetificar essa questão.”

13) O que motivou a escolha deste método por vocês?

**Entrevistado A:** “As três metodologias levam em consideração alguns indicadores que são indicadores de negócio e da estratégia. E é isso que é importante ser discutido, não o valor que o método cospe, e sim as bases de potencial e risco. Então quando a gente consegue... o empreendedor fala “ah eu acho que vale 100”, aí a gente fala “ah eu acho que vale 50”, não é uma negociação construtiva. Quando a gente chega e fala assim “eu tenho essa metodologia aqui, me ajuda aqui. Qual é o seu nível de concorrência, qual é...”, aí a gente traz ele “pras” perguntas, aí a gente vai discutindo o negócio, e não o *valuation*. O principal interesse nosso era sair um pouco da discussão de preço e ir “pra” discussão de estratégia. Esse era o primeiro ponto. O segundo ponto, e aí entra o método do *venture capital*, aí eu falava assim “na verdade, esquece o preço, eu preciso ter 20% porque eu preciso multiplicar por seis vezes o meu capital, “pra” quando a gente vender a empresa aqui ó, por 120, eu consegui

chegar no múltiplo de capital que eu preciso. Então egoisticamente o meu negócio *venture capital* é de multiplicação de capital e eu te mostro porque que eu preciso ter 20%. E o empreendedor tem que fazer a conta contrária, esquece preço também, é assim, “eu cedendo 20% da empresa, e com esse capital em caixa, eu aumento minha chance de sucesso? Eu acelero meu processo de desenvolvimento? Eu consigo chegar mais longe?”, essas são as grandes questões. No *venture capital*, a grande questão é multiplicar de capital e o empreendedor, a grande questão é diminuir o risco dele e aumentar a velocidade de chegar mais longe. Não é preço. As empresas inclusive, alguns empreendedores caem na armadilha de pegar o investidor que paga mais e isso atrapalha a jornada dele, porque ele faz uma rodada num *valuation* enorme e tira das próximas rodadas alguns investidores que iam agregar muito valor “pra” ele, que ele não consegue trazer porque a rodada anterior já foi muito cara e ninguém vai aceitar um *down round*, e aí ele elimina um tipo de investidor profissional da jornada de crescimento dele porque lá atrás ele escolheu quem pagava mais. Então ele ficou mais longo do sucesso, mais longe de realizar o potencial dele, porque ele escolheu por preço, e não é essa a escolha, ou não deveria ser essa a escolha. E o *venture capital* é a mesma coisa, se o preço for o menor possível, ele faz uma diluição grande demais “pro” empreendedor e isso atrapalha as próximas rodadas, a questão também não é essa, não é pagar o menor *valuation* possível, é pagar o *valuation* que ajude na multiplicação de capital.”

**Entrevistado B:** “A verdade é que não teve nenhum momento que isso foi uma escolha. Não é uma “parada” deliberada “vamos a esse”, é assim, um da prática, do que faz mais sentido, de onde você consegue eliminar mais vieses... porque tem outros, você poderia falar “ah, a metodologia do *scorecard*”, mas se você for pegar na gênese da metodologia, se você der uma nota 3 ou 4 muda o *valuation* por completo. Não “tô” falando que nas outras não muda, mas nas outras você consegue ganhar uma convicção maior do que com essa estrutura, pelo menos na minha visão.”

**Entrevistado C:** “*Base rates* é porque a gente consegue ver porque negócios que são bons... qual o tipo é mais eficiente, qual captou abaixo da mediana. A gente começa a buscar eficiência. A gente entende que pra fazer um grande negócio você não precisa “tá” acima da mediana, você pode “tá” abaixo, isso tem a ver com a eficiência de capital. E o método VC acho que é uma coisa de

construção de longo prazo e entender o que dá “pra” levar de retorno “pro” investidor. É diferente de usar só o múltiplo, “né”, o múltiplo você só vê uma foto, você não vê o plano de crescimento. Só “pra” deixar claro que “tô” respondendo por mim; *base rate* é um pouco Empresa C, só o método VC é mais Guilherme do que Empresa C.”

**Entrevistado D:** “*Valuation* de *startup* é bem difícil de fazer, e quando a gente trabalha com empresas muito nascentes, que é o caso da Empresa D, mesmo tendo subido um pouco o cheque e trabalhado com empresas um pouco mais maduras, a gente pega empresas com um ou dois anos de vida assim, então não tem muita base histórica “pra” fazer. Outras metodologias como o DCF acabam ficando muito intangíveis, sendo difícil de ser realmente feitas, e a dos múltiplos a gente entende que acaba sendo uma boa estimativa por trabalhar bastante com comparáveis, “né”, então a gente consegue entender se a gente “tá” pagando caro ou barato de acordo com outros *deals* no mercado. E aí acho que esse é um problema que a gente tem hoje no Brasil, que é muito difícil tu conseguir esses dados também. Não tem um Crunchbase, um CB Insights, que forneça essas informações assim, principalmente como a gente consegue ver no Crunchbase assim, a gente usa bastante. Então isso a gente acaba tendo dificuldade de pegar o múltiplo certo por setor e por estágio da empresa, fica 100% na estimativa.”

**Entrevistado E:** “O motivo é que acaba sendo um método mais seguro, sabe, que tem bastante ciência, tem bastante arte e dá “pra” fazer uma união até sólida dos dois, sabe. Então acaba que quando tu acaba unindo os métodos e fazendo o *football field* de todos, tu consegue ter uma visualização mais, entre aspas, real, do valor.”

**Entrevistado F:** “A gente usa esse método porque a gente não “seta” *valuation*, então a gente tem que entender o quanto a gente “tá” disposto a pagar, e não o quanto a gente pagaria por aquele ativo. É meio que por necessidade da tese. Tem outros fundos que chegam no *valuation* por tamanho de cheque e quanto de diluição, quanto de porcentagem da empresa ele quer. Então, “cara”, sempre vou querer 20% da empresa no mínimo e o “cara” precisa de três de dólar “pra” fazer essa tese, vai ser esse o *valuation*, porque eu quero 20%, *minimum requirement*. Como a gente não tem isto, esse é o nosso método”.

**Entrevistado G:** “Pra’ *startups* o quanti acaba não sendo o principal *driver* no final. Lógico que a gente faz a lição de casa, diligência, estudar o modelo à

fundo, mas no final das contas não é o principal *driver* de investimento que a gente tem. Dentro das metodologias possíveis podia até citar por exemplo *balanced scorecard*, que eu acho que é ‘pra’ muito anjo, não faz sentido na nossa prática, ou *first chicago method*, que é até uma combinação legal de VC *method* com DCF potencial. Poderia até utilizar, mas senão vai ficando muitos números, acho que quanto mais variáveis coloca, mais barulho faz e menos a gente olha ‘pro’ que importa. Talvez métodos mais tradicionais ‘pra’ deixar a gente focar no que importa, não ficar muito inventando moda nos modelos.”

14) Quais são as maiores dificuldades que vocês têm em calcular o valuation de startups em estágio inicial hoje?

**Entrevistado A:** “Tem muita empresa que está numa fase e acha que está em outra. E não é de sacanagem não, o empreendedor realmente acha que “tá” no *go-to-market*, que ele já conseguiu o *go-to-market* e agora é só escalar, e depois do investimento ele vai descobrir que, cara, eu não tinha chegado ainda no *go-to-market*; ou, ele acha que passou de *product-market fit* e agora o desafio dele é *go-to-market* e agora, depois que ele gasta uma grana, demite pessoas, contrata pessoas, demite pessoas, fala “cara, eu não tinha chegado no *product-market fit*, vou ter que voltar uma casa a mais, fazer meu *product-market fit* direito “pra” contratar depois novas pessoas “pro” *go-to-market*. Isso é muito comum e aí acaba se perdendo um ou dois anos de desenvolvimento quando você otimisticamente acha que já “tá” numa fase, quando você “tá” na outra, porque aí “cê” toma decisões erradas: contrata antes da hora, tenta escalar antes da hora... porque na hora da descoberta é a hora “docê” buscar respostas, “né”, você faz muitas perguntas “pra” buscar muitas respostas “pra” aprender rápido. Na hora da escala, você pega todas respostas e vai naquela que você descobriu que é certa. Se depois você descobrir que ela é errada, “cê” tem que voltar lá atrás, rodar a curva de aprendizado de novo. [...] Baita custo envolvido e uma parte relevante do investimento às vezes é perdida por não saber diagnosticar exatamente, com frieza, qual é o estado de desenvolvimento real. [...] E um segundo ponto, Arthur, que acho importante, a gente acabou falando dele, mas acho que nesse momento aqui faz mais sentido, é esse do *valuation* muito alto em rodadas anteriores, em rodadas anjo. A gente vê os dois problemas: um problema é uma diferença grande de precificação em rodadas anteriores, isso

vale tanto “pra” *valuations* altos demais - então já na rodada anjo a empresa ficou com *valuation* de R\$ 100 milhões e às vezes eu não entro, ninguém entra e a empresa morre. Porque entrou alto demais e não cabia outro investidor que entrasse em *valuations* menores depois. E o contrário também acontece, anjos que entram com *valuations* baixos demais e o *cap table* já chega na Série A já muito detonado, com um anjo pesadão que já não tem muito a agregar no negócio e o empreendedor já meio estrangulado. Esse problema na precificação na fase inicial, geralmente feito por anjos que são novos entrantes no mercado (os anjos profissionais já têm um nível, um conhecimento e uma experiência com *valuation*), mas os novos entrantes às vezes distorcem muito o *valuation* tanto “pra” cima ou quanto “pra” baixo e atrapalham a jornada da empresa. Então atrapalhar a jornada da empresa eles “tão” dando tiro no pé, “né”, porque o sucesso deles depende da jornada da empresa.”

**Entrevistado B:** “Eu diria, 1, essa questão do acesso aos dados. A grande maioria são empresas privadas, então como elas são empresas privadas elas não precisam dar *disclosure* (abertura) do que “tá” por trás desse aporte, então Às vezes até parece empresa tal levantou tanto, às vezes até sai empresa tal levantou tanto a tal *valuation*, mas você não sabe as outras condições no contrato que podem fazer com que esse *valuation* seja ou não irrelevante, se tem proteção contra *down round* ou não tem, tem preferência de liquidação ou não tem... então assim, os múltiplos nesse estágio ajudam, mas não dizem nada também, se você for muito crítico. Outra coisa que é bastante desafiadora é que quando você “tá” investindo em uma companhia que você consegue olhar “pra” trás e ver como foram os últimos 20 anos, você consegue ter um bom cheiro de como vai ser, mas quando você investe em companhias que se propõem a criar novos mercados, ou mudar completamente como aquele mercado funciona, ou vem com modelos de negócios muito criativos, a verdade é que você não sabe se aquela taxa de conversão vai ser 1, 5, 10 ou 20%, você não sabe se a taxa de adoção vai ser em 6, 12, 18, 36 ou 48 meses, entendeu? E acho que um terceiro é que ainda é bastante difícil você entender quais são as janelas de saída. O que é uma saída que vai fazer sentido “pra” esse fundo? É um IP? Quantos IPOs *tech* tem no Brasil? São pouquíssimos ainda. Ah, é uma aquisição? “Tá”, mas quantas aquisições acontecem acima de R\$ 200, 500 milhões de reais que seria o suficiente “pra” retornar o fundo e dar algum “lucro”, *carry*, etc. É uma coisa

que “tá” muito incipiente, apesar da gente “tá” começando a fechar os ciclos mais intensamente por agora.”

**Entrevistado C:** “Acho que entender o *timing* da solução no mercado é um ponto, geralmente são inovações que você faz uma aposta. Se eu tenho convicção suficiente “pra” fazer essa aposta. Essa convicção vem de dados, de conforto de mercado, porque no fim a gente olha o *founder*, o produto e mercado, mas é uma aposta que a gente faz no *timing*. E a gente sabe que *venture capital* erra mais do que acerta.”

**Entrevistado D:** “É, assim, acho que é esse ponto de não ter uma base histórica, “pra” conseguir acompanhar o desenvolvimento da empresa; a questão da dificuldade de achar múltiplos comparáveis, porque não dá “pra” comparar uma empresa que “tá” trabalhando a questão de logística hoje e comparar com múltiplo da Uber. Até “numa” das empresas que a gente “tá” investindo agora, elas apresentaram um *valuation* um pouco mais alto do que a gente esperava e falaram assim “ah, porque tal empresa foi vendida por esse múltiplo aqui”, só que aí era uma empresa que tinha sido vendida “pra” B3 em um contexto completamente diferente. Primeiro que dá margem “pra” ter uma discussão de múltiplos assim muito extensa, e segundo que é difícil achar um bom comparativo.”

**Entrevistado E:** “Basicamente, se a gente pega alguns cenários internacionais que acabam afetando o Brasil, isso tem um risco macroeconômico muito grande. Obviamente, como eu disse anteriormente, a gente acreditar nas projeções dos empreendedores, a gente precisa sempre acreditar que tenha crescimento futuros relevantes. Se concretizar isso acaba sendo um acompanhamento contínuo que depende bastante tempo da nossa equipe de gestão de portfólio, então isso acaba sendo uma dificuldade, vamos dizer assim.”

**Entrevistado F:** “Eu diria que é calcular o TAM, porque depois de você calcular o TAM, o *valuation* sai meio que automaticamente, sabe, e você também meio que conseguir prever como os *offerings* da empresa vai mudar, como ela vai conseguir verticalizar dentro do cliente ou fazer outros *offerings*, horizontalizar. Querendo ou não, o varejo é muito impreciso, entendeu, nessa fase. Como depende muito da alavanca ali do TAM e da alavanca do *revenue* que você vai gerar, é bem sensível, “né”, então você tem que predizer bem e chegar em uma estimativa que é *eyeball*, você nunca vai chegar “não, é

exatamente oito bilhões o TAM dessa empresa”. Não, “tá” ligado, você vai chegar em uma estimativa de cinco a dez bilhões.”

**Entrevistado G:** “Não ter *track record*, “né”. Se pegar um *seed*, talvez tenha sete meses de receita realizado e *founder* retorna com premissas super irrealistas do crescimento que a gente sabe quase que garantido que não vai ser sustentável. Então é quase que traçar cenários ali. Ninguém tem bola de cristal e não sabe o que a gente vai “tá” precisamente errado (...). E *comparables* também, “né”. Se a gente pensar ‘num’ DCF, mas pensando em múltiplo, assim, normalmente não vai ter um *comparable* brasileiro, aí *comparable* americano a gente começa a colocar uma questão ali de ‘eu acho que aquele mercado não vai refletir muito bem o que é o Brasil que a gente ‘tá’’. E o risco de execução, ‘né’.”

15) Vocês acham que há um benchmark no mercado relacionado ao método de avaliação de *startups*?

**Entrevistado A:** “É... não. O que eu vejo mais, “pra” SaaS, o múltiplo de ARR é um padrão interessante. E aí tem estudos tanto no Brasil quanto lá fora, com o desvio-padrão, a curva, a distribuição normal de *valuations* em torno de múltiplos de ARR, de quatro a oito ARR, principalmente ali de cinco a sete uma concentração maior, esse é um método que veio pra ficar, assim, “pra” SaaS.”

**Entrevistado B:** “Padrão, acho que não. O que tem nos fundos é uma busca muito grande pela informação, porque é a informação no fim do dia que ajuda a resolver esses três pontos que eu falei. Então o que eu quero dizer com isso: eu quero olhar a empresa do Capa não só hoje, mas daqui a doze meses, porque eu quero saber se o que você me falou há doze meses atrás, e eu quero ver isso documentado, como se fosse um CRM. Eu quero ver várias empresas do mesmo setor, porque eu quero ver se o que você “tá” prometendo “tá” muito diferente do que os outros tão prometendo, ou que ângulo que você “tá” vendo. E o terceiro, é cada vez mais organizar esses dados de M&A, que é uma coisa que não tem, dados de *exits* no geral. Então onde você hoje consulta essa informação? Você tem plataformas caríssimas que entregam essa informação de um jeito muito insuficiente, acho que é essa palavra. Então vejo os fundos muito mais com essa luta: gerar informação, capturar o sinal, do que essa metodologia que a gente vai seguir.”

**Entrevistado C:** “Assim, acho que o método VC é bem comentado internamente. Acho que o pessoal usa muito múltiplos também, é sempre um *mix*. Aí o pessoal usa muito referências internas “pra” fazer os investimentos, de base interna, quero dizer. Tem gente que usa até tipo coisas mais fixas, tipo “ah, só invisto em *pre-seed* de a tal *valuation*”, teoricamente não tem cálculo, “né”. Tem também Y-Combinator, às vezes serve como patamar de algumas pessoas de pós-aceleração, pós-*pre-seed* assim, Y-Combinator é o *valuation* acho que de 15 milhões, eu acho, de dólares.”

**Entrevistado D:** “Eu acho que se for pegar as firmas mais *early* o método de múltiplo acaba sendo uma das opções que as empresas olham. Até assim o processo (...) que a gente trabalha com empresas mais maduras também, é feito com o DCF, com o modelo estendido ali do DCF, e múltiplo. Acho que múltiplo é um modelo que “tá” bem presente e o DCF assim acho que é outro que as empresas usam, principalmente mais *late*.”

**Entrevistado E:** “Não sei te dizer se eles acabam fugindo muito do real, até por questões mais sigilosas eles acabam não revelando tanto também, e... os métodos de *valuation* até, os múltiplos que eles acabam fazendo... não sei te dizer, cara.”

**Entrevistado F:** “Uma coisa que dita muito o *valuation* do mercado *early stage* é competição: o quanto os outros fundos “tão” dispostos a pagar *deals* bons e meio que a média do mercado vai ditando muito, sabe. Se teve um cara que fez um método perfeito e chegou “cara, vou te dar oito de dólar de *valuation* por um cheque de um” e o empreendedor é bom, ele vai em outra casa, bate na porta e fala ‘você quer me dar dez? Eu tomo’ (...) Uma coisa que usam também é múltiplo de setor, “tá”? Qual setor ela “tá”, quanto vai ser o múltiplo de saída, afeta muito aquele cálculo de quanto ela precisa ter de receita (...).”

**Entrevistado G:** “*Venture capital* acho que sim. Acho que ‘pra’ anjo sempre acaba sendo *balanced scorecard*, às vezes não tão... de forma tão profissional, mas acaba seguindo uma fórmula ali, sem inventar muita moda, ou modelo de *safe* ‘pra’ ser descontado na primeira rodada institucional (...). *Pre-seed* e *seed* você vê que múltiplo acaba sendo o carro-chefe e muitos também de... eu vejo que todo mundo faz projeção, ‘né’. Exatamente pelas mesmas motivações que a gente faz o DCF, eu vejo que os outros fundos também estudam muito modelos de negócios, às vezes eles refazem as projeções ‘pra’ entender se aquele modelo

para de pé. E aí trazer aquilo também ‘pra’ um valor presente, uma taxa de retorno requerida, é algo que os fundos têm como uma boa prática. Tento evitar assim quando vem com algum discurso pronto de ‘ah, é padrão de mercado esse *valuation* nessa fase’, ‘pra’ mim é um argumento inválido. Normalmente isso vem de empreendedor, ‘né’, a gente não gosta. Aí mais ‘pra’ *series A, series B*, quanto mais avançado, mais múltiplo conta. Múltiplo ‘pra’ *private equity* acho que é o carro-chefe, ‘né’. Quanto mais chega perto do tamanho de *private equity*, mais isso é relevante. E quanto mais distante, mais métodos alternativos, tipo *VC method*. *VC method* a gente usa bastante, quase como nosso principal método, mas eu não vejo muito fundo utilizando, acho que eles vão mais nos tradicionais de DCF e múltiplo mesmo. E *first chicago method* acho que é bem novo assim, pouca gente me trouxe pelo menos um modelo com essa visão.”

## Seção 5 (critérios de avaliação adotados)

16) Quais são os critérios mais importantes para avaliação de startups early stage na sua visão?

**Entrevistado A:** “Vou focar aqui naquela questão de mercado, tecnologia e equipe. O mercado claro e relevante; uma tecnologia ou um produto com alto grau de inovação, não facilmente copiável, capaz de sustentar diferenciais competitivos no longo prazo, então tem que gerar barreira. Isso “pra” gente é muito importante. O terceiro é equipe, uma equipe com competências “fora da curva”, não precisa ser competências em todas as áreas, mas tem que ter alguma ou algumas competências extraordinárias e abertura “pra” tanto escutar e receber tomadas de decisão conjuntas, quanto “pra” receber e agregar novos talentos com as capacidades complementares que eles não têm. Tem que ser uma equipe aberta “pra” crescer nesse sentido assim, “né”, menos controladora ou ego centrada, achando que é o deus do mundo completo, tem que ter essa abertura “pra” receber o que tiver faltando e tem que ser muito boa.”

**Entrevistado B:** “Tamanho do mercado, qualidade do time, a capacidade desse business se manter vivo e a entrega de valor (solução, tecnologia, como você quiser chamar). O que eu acho mais importante é o mercado, porque por mais que tenha um time espetacular que tenha uma capacidade de se manter *funded*, vivo, e tenha uma tecnologia, uma solução incrível, você nunca vai ser maior do

que o seu mercado, então acho que entender onde aquele mercado - e obviamente não é um exercício fácil -, se esse mercado vai crescer, como ele vai crescer, se é um mercado novo. Segundo eu acho que é o time. Dificilmente você vai “tá” em mercados que só têm um vencedor, dificilmente você vai “tá” em mercados que só tem um vencedor, normalmente tem mais que um vencedor. Óbvio que tem Googles da vida, mas é a exceção. Na prática, você não tem só uma solução de *delivery*, tem uma solução de banco, de serviços financeiros, você tem algumas, então entender se você “tá” num cavalo que vai ser uma dessas algumas ou até a única, se for um mercado de pouquíssimos vencedores, é o segundo fator que eu particularmente gasto bastante tempo. E os outros dois, eu coloco um peso quase igual, porque no *early stage* a tecnologia, a solução, ela vai evoluir “pra” caramba e o modelo que você consegue rentabilizar no negócio também.”

**Entrevistado C:** “A gente tem 4 aqui na Empresa C, que são: pessoas, oferta (produto com mercado), processos, que seria o que eles têm interno de resultado, de tração, e o último é o preço (seria o *deal*, os termos e condições do *deal*)”.

**Entrevistado D:** “A gente olha basicamente “pra” time - o que que eles já desenvolveram antes no setor, principalmente, qual é a experiência deles com desenvolvimento de novos negócios e qual é a experiência no geral com o mercado. Mercado também acho que é um ponto que a gente olha bastante. Mercado é um ponto legal de abordar porque dificilmente uma *startup* vai entregar um TAM, SAM e SOM que realmente faça sentido. Tem muita empresa que tem o mercado pequeno, mas vai botar o valor total do mercado de logística que vai dar trilhões de reais, e a gente acaba olhando bastante e a gente vai mais pela nossa percepção do mercado do que de fato pelo que a *startup* apresenta como o TAM SAM SOM. (...) Um outro ponto que a gente olha bastante é métricas e como eles “tão” desenvolvendo essas métricas. Então uma empresa “pra” gente, por mais interessante que o produto seja, uma empresa que “tá” há mais que cinco, seis meses faturamento a mesma coisa, a gente não vê com bons olhos isso e dificilmente vai passar no comitê final uma empresa que não mostra tração, seja de receita, de MRR, seja de número de usuários, tem que mostrar que o produto tem um impacto relevante dentro do mercado.”

**Entrevistado E:** “Empreendedores. Se a gente não acreditar no *jockey*, o cavalo não anda. Primeiríssimo lugar, empreendedores. Se o empreendedor não for um

empreendedor AAA, a empresa não consegue crescer. E depois, em segundo lugar e obviamente extremamente relevante, eu colocaria o *timing* da empresa. O *timing* é um critério importantíssimo “pra” saber se a empresa iria se manter no mercado, “né” (...)”

**Entrevistado F:** “Cara, no *early stage* a gente tem percebido que é muito o time. Time e mercado são as coisas maiores. Qualidade do time e capacidade de entrega, que querendo ou não, empreender (...) você “tá” ali *willing something to existence*, você “tá” fazendo aquela coisa que não existe existir, então precisa de muita qualidade do time “pra” conseguir entregar e escalar isso. (...) Também do mercado, obviamente, e outros fatores menores também levo em consideração: desde como é o produto (o produto começa a ficar muito mais importante a partir do *seed*; quando a gente vê *deal seed* a gente já senta “pra” avaliar muito, muito bem produto, porque querendo ou não é o reflexo da qualidade do time ali, desde como ele estruturou a prototipagem, os MVPs, até como ele aprende, como ele gera dados, se esse “cara” “tá” gerando muito *insight* bom, ou não. Tudo isso se avalia, mas querendo ou não são maneiras indiretas de você avaliar a qualidade do time e a entrega.”

**Entrevistado G:** “*Founder* e tamanho de mercado. Assim, 80% são esses dois.”

17) O que faz uma equipe ideal para ser investida?

**Entrevistado A:** “A competência quando eu falo envolve conhecimento, habilidade e atitude, então é uma competência ampla tá? Que leva em consideração essas três vertentes. Ela não precisa ser necessariamente em tecnologia, ou necessariamente em financeiro, ou necessariamente comercial, ela pode ser de conhecimento de mercado, ela pode também ser de conhecimento tecnológico, mas tem que ser uma coisa extraordinária. Alguns empreendedores que a gente investiu eles vêm até da área científica, onde o conhecimento vem da ciência, bebe dessa fonte, mas tem que ter habilidades e atitudes também empreendedoras, o que não é fácil “tá”, aliás é raro ter a combinação do conhecimento técnico com habilidades e atitudes empreendedoras. Alguns empreendedores que a gente investiu também eles vêm de mercado, inclusive de área comercial, onde eles tiveram oportunidade de desenvolver conhecimentos muito específicos de mercado e aí com essa digitalização da economia real é

possível às vezes transformar esse conhecimento em produto, mas o desafio nesse caso não é tecnológico, e o conhecimento básico é um conhecimento mercadológico e não tecnológico. É um conhecimento mercadológico que se concretiza através de um produto tech, mas o conhecimento único, proprietário, é em alguns casos mercadológico também. Só “pra” dar um exemplo de conhecimento que não é técnico, mas faz parte de competências extraordinárias.”

**Entrevistado B:** “O que eu acho mais relevante é o quão *contrarian* eles “tão” sendo, no sentido de, os melhores investimentos que eu já vi são aqueles que você arregala os olhos e diz “será?”. Teve um tempo já que eu acreditei mais em complementaridade, acho que isso é importante sim, mas no fim do dia se você tiver dois “caras” muito malucos lá com uma visão muito particular, única, e um poder de execução muito grande, eles vão trazer essa complementaridade de outras formas. Acho que uma segunda coisa que que gosto muito de avaliar no time é o quanto esse time consegue atrair gente tão boa quanto ou melhor, eles “tão” empreendendo juntos porque são amigos da faculdade ou por qualquer outra coisa?”

**Entrevistado C:** “Basicamente tem alguns, dentro de pessoas, como energia / paixão (o propósito e como ele põe o propósito); experiência - aquela coisa das dez mil horas; produto, se tem os complementos necessários de produto, vendas, fundraising e aí a gente olha também nosso relacionamento, “né”, com ele.”

**Entrevistado D:** “Acho que primeiro é uma equipe complementar. A gente vê alguns casos que é três engenheiros e, assim, não tem ninguém especialista em vendas e a dificuldade da empresa é vendas. E aí “pra” gente assim vira uma interrogação grande sobre até o ponto que eles conseguem realmente montar uma equipe que consiga vencer dentro desse mercado. Com relação a experiência do mercado, a gente acha que é relevante, assim. Se vem alguma pessoa tentando resolver uma dor grande do mercado de logística e nunca teve experiência em logística é um ponto de atenção. Não é um ponto de exclusão necessariamente, porque às vezes acontece de as pessoas terem uma visão de fora e enxergarem o problema diferente das pessoas que “tão” de dentro da indústria, mas a gente gosta que tenha pelo menos uma pessoa que entenda bastante do mercado. Outro ponto que vale destacar junto com essa parte de equipe é o *cap table* também. A gente olha bastante “pra” empresas que têm

dois, três sócios. Quatro já fica bastante, mas não é nada que vá excluir a empresa, mas aí os *founders* precisam ter 80, 90% do negócio “pra” ficar saudável, “né”.”

**Entrevistado E:** “Um sonho grande do empreendedor alinhado às expectativas claras. Eu acho que não dá “pra” chegar um empreendedor e falar que quer vender a empresa dele a uns R\$ 100 milhões de *valuation* e o cara não tem um plano, sabe, o cara não demonstrar que tem vontade, se mostrar proativo, mostrar que tem sócios na empresa que estejam motivados também. Eu acredito que isso seja relevante. Que eles têm uma visão de futuro, que eles têm planos, que eles sabem executar esses planos, que eles sabem fazer e bater as metas - pra mim isso é importantíssimo -, que a empresa tem um modelo de negócios que já tenha sido validado, que realmente tenha um impacto positivo ali, “né”. (...) A gente gosta daquelas que acabam crescendo e fazendo um impacto positivo.”

**Entrevistado F:** “O nome que o pessoal sempre usa é *founder-market fit*, então o fundador ter noção do mercado que ele “tá” trabalhando, já ter experiência naquele mercado, demonstrar capacidade de entrega... tudo isso importa, mas se resume a *founder-market fit*. Então por exemplo, a gente jamais investiria - jamais é uma palavra muito forte, assim -, a gente dificilmente investiria em um *founder* B2B que teve uma experiência *enterprise*, vendeu “pra” grandes empresas, um produto técnico, e esse cara virasse e falasse “quero criar uma rede social, comunidades e tal...”. Provavelmente as *skills* que ele desenvolveu não vão transferir. Só talvez o poder de execução, de trabalhar várias horas e tal, mas qualitativamente montar uma tese boa em outro setor totalmente diferente, a gente fica meio em dúvida. Ou outro perfil mais escrachado, um cara que é super planilheiro e tal, tem experiência em *banking* e quer fundar uma tese ultra técnica em *blockchain* usando uma nova... tipo de *tracing* de *supply chain*, claramente ele não tem *expertise* naquilo e “tá” querendo se meter a montar o que ele não sabe, entendeu. Não entende a dor que ele “tá” tentando resolver.”

**Entrevistado G:** “Acho que tem alguns fatores que contam pontos positivos. Talvez sem ranquear os fatores necessariamente em ordem crescente, mas fatores bastante relevantes são: *founder* com ampla experiência naquela área de atuação que a empresa ‘tá’ atuando, então por exemplo, uma empresa de saúde o *founder* ter experiência em saúde é importante; o *founder* ter experiências anteriores empreendendo, seja sucesso ou fracasso, mas pelo menos ter algum

tipo de experiência conta ponto também; tem um número ótimo de... *single founder* é estranho a gente investir quando é assim, porque realmente é muito trabalho, é difícil, a não ser que seja a segunda, terceira empresa de sucesso, porque aí sabe a receita, beleza, não precisa dividir toda a carga; uma combinação de habilidades, como uma pessoa mais de *business*, outra mais técnica, isso é importante; ter o CTO na equipe fundador é positivo, super positivo; um pouco de *track record* acadêmico é relevante, assim, então instituições relevantes, passou por grupos relevantes, porque também *founder* precisa de muito *networking* e a gente sabe que as chances de sucesso aumentam quando a rede de *networking* do *founder* aumenta e ele tem exposição (...).”

Extra) Quando você fala do CHA (Conhecimento, Habilidade, Atitudes), seria uma combinação entre pessoas com os três extraordinários ou todos individualmente têm que ser extraordinários?

**Entrevistado A:** “É uma combinação extraordinária. Então pode ser que isso não esteja em uma pessoa só, mas se não for uma pessoa só, é importante também que não esteja muito espalhado na empresa. O núcleo duro da startup precisa ter um CHA extraordinário, mesmo que ainda esteja faltando conhecimento em finanças ou às vezes até conhecimento em *tech*, ela tem que ter um conhecimento suficiente, junto com habilidades e atitudes suficientes, para ser a mola propulsora de uma empresa. Esse núcleo tem que “tá” muito forte, às vezes em uma pessoa só, mas muitas vezes em duas, três pessoas.”

18) Esses critérios variam quando se trata de startups em estágio avançado? Por que?

**Entrevistado A:** “Eles não variam, mas eles ganham importâncias diferentes. Então aqueles dois métodos que eu falei, um “pra” menos que R\$ 6 milhões e outra “pra” acima de R\$ 6 milhões, a avaliação financeira, por exemplo, “pras” empresas acima de R\$ 6 milhões ela ganha uma importância maior e a projeção financeira também ela ganha uma importância maior, porque o grau de precisão ainda é baixo, mas é muito maior do que uma empresa que “tá” em estágio inicial. Você já tem um histórico, já tem uma validação de preço, já tem uma

validação mercadológica maior, o custo de aquisição de cliente. Você começa a ter parâmetros maiores, então a gente faz projeções mais robustas, mais trabalhadas. Então assim, nos dois casos a gente faz projeção, mas numa é um exercício de validação, no outro é uma ferramenta importante de tomada de decisão. Quanto maior a precisão e a confiabilidade que você tem na análise, mais peso ela tem na tomada de decisão.”

**Entrevistado B:** “Sim, varia. Quanto mais *early*, mais eu sinto que *founder-centric* você tende a ser, porque não tem empresa ainda, “tá” começando. Acho que o mercado permeia todos estágios, mas nos outros critérios tende a ser *founder-centric*. Quando você vai evoluindo, você começa a ser mais *team-centric*; os *founders* ainda são importantes, mas você começa a olhar o time. A questão do modelo de negócios eu acho que também evolui muito; se eu “tô” olhando *early stage*, eu “tô” menos preocupado com os números em si e mais com a mecânica daquilo de como aquilo pode vir a ser; já quando “tô” olhando pra uma coisa mais *late*, não to olhando tanto pra promessa, quero um pouco da realização dessa promessa. Pode ter novas promessas, mas o carro-chefe já precisa ter algum tipo de prova bem mais sólida, sabe. E do mercado, só para não ficar raso, à medida que você vai crescendo a discussão vira como você aumenta o tamanho desse mercado: é com serviços adjacentes, é com novas ofertas, ganhando mais *market-share*... isso também varia de onde a companhia “tá” em termos de maturidade.”

**Entrevistado C:** “Varia um pouco o peso desses critérios, do *pre-seed* ao *seed*, que é o que a gente faz. No *pre-seed* a gente bota mais peso em pessoas e oferta, na ideia, e no *series A* a gente rebalanceia “pros” processos, tração, *economics* e os termos e condições.”

**Entrevistado D:** “Eu acho que sim. Eu acho que no começo da jornada time é muito mais relevante do que nas etapas seguintes, porque não tem muito histórico de produto, não tem muito histórico de métricas ali que eles podem mostrar que eles realmente conseguem entregar o que eles “tão” prometendo, ou dizendo que conseguem entregar. Então eu acho que a partir das etapas de uma série A, essa parte de métricas fica bem relevante junto com produto, de “tá” realmente resolvendo uma dor grande. Eu vejo que no começo essa parte de *early stage* fica muito no sonho e ali no *late* fica mais em realização. Se eles

conseguem provar que conseguem resolver essa dor e conseguem ter métricas relevantes ali, eles vão ter mais sucesso no *late*.”

**Entrevistado E:** “Sim, acredito que essas duas questões são importantíssimas ainda, “né”, porque querendo ou não muitas empresas de *venture capital late stage* vão ter o contato com as empresas de *venture capital early stage* que investiram na pessoa, então o contato entre essas duas *venture capitals* “pra” fazer uma avaliação de como é que foi o sócio, como foi o empreendedor em toda essa trajetória é importantíssimo assim “pra” ver se ele bateu as metas e tudo mais. Acredito que conforme ele for passando mais pro *late stage* os *financials* acabam se tornar mais importante, cada vez que você vai subindo ali, tu manter uma... não que não seja importante no *early stage*, só que ali conforme a visão de crescimento, a visão de saúde financeira da empresa acaba sendo extremamente diferencial “pra” investimento, tanto que a gente vê que os *private equities* atualmente é basicamente olhar planilha, fazer corte e tudo mais que envolva mais mercado financeiro e *spreadsheets* do que investimento no próprio empreendedor.”

**Entrevistado F:** “Estágios mais avançados você já tem um *product-market fit* que acho que é um principal diferencial, já vê ali a necessidade do mercado. Você já começa a ter uma noção do poder de penetração que a empresa tem, o poder de como ela consegue ganhar *market-share*. Então começa a ter uma acurácia maior de “o TAM que eu tô fazendo aqui e o quanto a empresa pode ter de *market-share*, eu “tô” viajando completamente ou isso aqui faz sentido pelo que ela “tá” ganhando mês a mês, talvez ela chegue lá mesmo”. (...) O *financials* da empresa começa a importar muito mais, a posição de caixa dela, a maneira que ela gera caixa, a maneira que ela cresce é *sustainable* ou não. Aí você começa a olhar métricas como... “cara”, meio que você pega o quanto de receita ela gera, quanto é o custo daquela receita e você começa a entender se a cada dólar que ela traz, ela “tá” gastando mais “pra” trazer esse dólar ou não, já “tá” começando a equilibrar ali (...). Você começa a avaliar também a senioridade do time, o quanto os setores “tão” se conversando bem, a empresa “tá” sendo *well run*, você começa a ver cultura de verdade... (...) no início é a cultura dos *founders*, no *series B* você já começa a ver se “tá” um ambiente legal de trabalhar, o pessoal quer trabalhar ali, consegue atrair talento ou não.”

**Entrevistado G:** “Assim, ‘né’, acho que o peso dado ‘pra’ equipe e resultados vai, assim, se pegar um gráfico dividindo em dois, assim, vai aumentando a participação de resultados na influência, diminuindo a da equipe, e vice-versa. É uma curva linear assim, aumentando a importância de um e redução do outro, mas os dois continuam importantes ‘pra’ sempre, eu diria.”