



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

José Lucas Santos de Castro

O ECOSSISTEMA DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Rio de Janeiro
2023

José Lucas Santos de Castro

O ECOSSISTEMA DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Instituto de Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro como exigência para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientador: Professor Dr. Marcelo Gerson
Pessoa de Matos

Rio de Janeiro

2023

CIP - Catalogação na Publicação

S355e Santos de Castro, José Lucas
O ecossistema de Venture Capital no Brasil /
José Lucas Santos de Castro. -- Rio de Janeiro,
2023.
65 f.

Orientador: Marcelo Gerson Pessoa de Matos.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

1. Venture Capital. 2. Financiamento da inovação.
3. startups. I. Pessoa de Matos, Marcelo Gerson,
orient. II. Titulo.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

JOSÉ LUCAS SANTOS DE CASTRO

O ECOSSISTEMA DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 24/08/2023.

MARCELO GERSON PESSOA DE MATOS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

RENATA LÈBRE LA ROVERE
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

LILIAN BITTON MIGON MATT
Mestre em Informática pela UFRJ

RESUMO

Este trabalho de monografia tem como objetivo delinear a trajetória provável para o ecossistema de venture capital brasileiro no médio prazo. O estudo parte de uma investigação do caso brasileiro sob a luz da literatura de financiamento da inovação, bem como conceituação teórica dos principais agentes envolvidos na indústria de venture capital, sua regulação, surgimento, desenvolvimento e estágio atual. O método utilizado foi a revisão bibliográfica combinada com entrevistas a especialistas e obteve como resultados as seguintes tendências: (I) O aumento da disponibilidade de recursos a serem investidos nessa indústria, bem como atuação de mais players nacionais nesse segmento em detrimento dos fundos internacionais, como costumava ser há 15 anos; (II) Maior profissionalização da carreira de analista de Venture Capital a medida que o mercado evolui, criam-se ligas de capacitação dentro das universidades, fellowships e associações para difusão do conhecimento acerca dessa indústria e principalmente amadurecimento dos fundos recém-criados a partir do conhecimento tácito adquirido da prática de Venture Capital ao longo dos anos; (III) O ecossistema de financiamento da inovação ainda carece de agentes que atuem em estágios mais avançados das startups; (IV) Criação de leis e instruções mais específicas para a indústria de VC que ocupem os espaços ainda vazios da regulação; (V) Desafios para o desenvolvimento da indústria de VC ainda relativos à instabilidade política e econômica do país; (VI) Aprofundamento da percepção do Brasil como uma referência internacional de inovação perante à outros países, mas retardada por detratores como a falta de segurança institucional e a instabilidade política; (VII) Surgimento de mais iniciativas que fomentem o empreendedorismo e a inovação em âmbito nacional no médio prazo, porém estas medidas não devem ser suficientes para criar um ecossistema consolidado no período de tempo analisado; (VIII) Aumento gradual da disponibilidade de mão de obra qualificada para digitalização dos negócios, mas que ainda deve suscitar alguns gargalos no médio prazo; (IX) Estreitamento da relação das grandes corporações com Venture Capital; (X) Aprofundamento da democratização do investimento em VC por pessoas físicas via plataformas e tokenização de ativos, (XI) Operação mais enxuta por parte das startups por conta da adoção de tecnologias escaláveis como a inteligência artificial; (XII) Destaque de setores onde o Brasil possui vantagem competitiva tecnológica como meios de pagamento e agronegócio; (XIII) Concentração da inovação em setores com problemas estruturais crônicos.

Palavras-chave: Venture Capital; Financiamento da inovação; startups

ABSTRACT

This monograph aims to outline the likely trajectory for the Brazilian venture capital ecosystem in the medium term. The study starts from an investigation of the Brazilian case in the light of the innovation financing literature, as well as theoretical conceptualization of the main agents involved in the venture capital industry, its regulation, development and current stage. The method used was a bibliographical review combined with interviews with specialists and the following trends were obtained: (I) The increase in the availability of resources to be invested in this industry, as well as the performance of more national players in this segment to the detriment of international funds, as it used to be 15 years ago; (II) Greater professionalization of the Venture Capital analyst career as the market evolves, training leagues should be created within universities, scholarships and associations to disseminate knowledge about this industry and, above all, the maturation of newly created funds from the tacit knowledge acquired from Venture Capital practice over the years; (III) The innovation financing ecosystem still lacks agents that act in a more advanced reach of startups; (IV) Creation of more specific laws and instructions for the VC industry that occupy the still empty spaces of regulation; (V) Challenges for the development of the VC industry still related to the country's political and economic instability; (VI) Deepening the perception of Brazil as an international benchmark for innovation compared to other countries, but delayed by detractors such as lack of institutional security and political instability; (VII) Emergence of more initiatives that foster entrepreneurship and innovation nationwide in the medium term, but these measures should not be enough to create a consolidated ecosystem in the analyzed period of time; (VIII) Gradual increase in the availability of qualified labor to digitize the business, but which should still cause some bottlenecks in the medium term; (IX) Strengthening the relationship between large corporations and Venture Capital; (X) Deepening the democratization of investment in VC by individuals via platforms and tokenization of assets, (XI) Leaner operation by startups due to the adoption of scalable technologies such as artificial intelligence; (XII) Highlight of sectors where Brazil has a technological competitive advantage, such as means of payment and agribusiness; (XIII) Concentration of innovation in sectors with chronic structural problems.

Keywords: Venture Capital; Innovation financing; startups

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - SISTEMA NACIONAL DE INOVAÇÃO.....	11
Figura 2 - RELAÇÃO ENTRE OS PRINCIPAIS PLAYERS DE VENTURE CAPITAL	21
Figura 3 - CICLO DA INDÚSTRIA DE VENTURE CAPITAL	22
Figura 4 - FUNIL DE ANÁLISE DE ATIVOS DE UM FUNDO DE VC.....	23
Figura 5 - OCORRÊNCIAS QUE PODEM SER VETADAS PELAS ORGANIZAÇÕES GESTORAS MINORITÁRIAS	28
Figura 6 - PANORAMA DO INVESTIMENTO DE VC NA AMÉRICA LATINA	29
Figura 7 - DESINVESTIMENTO POR MODALIDADE DE SAÍDA BRASIL	30
Figura 8 - CAPITAL ALOCADO EM FUNDOS DE VENTURE CAPITAL NOS EUA DE 1969 A 1993	37
Figura 9 - FONTES DE CAPITAL ALOCADO EM VENTURE CAPITAL NOS EUA EM 1988	38
Figura 10 - FONTES DE CAPITAL ALOCADO EM VENTURE CAPITAL NOS EUA EM 1988	38
Figura 11 - ALOCAÇÃO POR SETOR EM VENTURE CAPITAL NOS EUA EM 1999	39

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - VANTAGENS E DESVANTAGENS DOS MÉTODOS DE VALUATION.....	26
Quadro 2 - PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS FIPS E DAS HOLDINGS	44

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. FINANCIAMENTO E ECOSISTEMA DA INOVAÇÃO.....	9
1.1.FINANCIAMENTO DA INOVAÇÃO.....	9
1.2. PLAYERS.....	15
1.3.FINANCIAMENTO EM VENTURE CAPITAL.....	20
2. PANORAMA HISTÓRICO.....	33
2.1.SURGIMENTO DO VENTURE CAPITAL.....	33
2.2.EVOLUÇÃO E ESTÁGIO ATUAL.....	35
3. PROCESSO DE INVESTIMENTO E REGULAÇÃO NO BRASIL.....	42
4. ENTREVISTAS COM ESPECIALISTAS.....	46
CONCLUSÃO.....	60
REFERÊNCIAS.....	62

INTRODUÇÃO

Este trabalho visa proporcionar uma melhor compreensão do ecossistema de Venture Capital no Brasil, fornecendo entendimento das principais características, agentes e estrutura sobre a qual esse mercado se organiza, de forma a identificar as tendências e o rumo para onde esse mercado caminha no médio prazo.

Portanto, a pergunta de pesquisa é: qual é a provável tendência da indústria de VC no Brasil?

O mercado de venture capital vive forte crescimento em várias regiões do mundo, bem como protagonismo nas discussões sobre financiamento da inovação e incentivo ao ambiente empreendedor local. Nos EUA, as principais produções teóricas surgiram de forma mais relevante na década de 1990, justamente durante a ascensão do mercado de tecnologia nas principais economias globais, fato que contribuiu para o desenvolvimento do venture capital, desde a legislação até a execução operacional nessas nações. No Brasil, entretanto, esse é um mercado incipiente, ainda em desenvolvimento, que carece de maiores informações, estudos e projeções.

Dessa forma, esse estudo visa primeiramente a coleta de informações e delineamento da estrutura e dinâmica do mercado de Venture Capital no Brasil e no mundo para então conduzir uma análise com o objetivo de traçar o panorama para o futuro desse mercado no Brasil. Para isso, esse estudo terá como base a revisão bibliográfica, base de dados disponibilizadas pelas principais entidades e organizações desse setor, matérias em jornais e revistas, artigos de opinião, entrevistas com especialistas, dissertações e monografias similares ao tema central e outras fontes que se mostraram relevantes.

Durante o seu ciclo de vida, uma empresa passa por diversas fases e para cada uma delas possui diferentes opções de investimento e financiamento. Nesse sentido, o primeiro capítulo, em uma primeira parte, realiza uma discussão sobre financiamento da inovação sob uma perspectiva Neoschumpeteriana, posteriormente em uma segunda etapa, introduz os principais players ligados a cada uma das fases de desenvolvimento de uma empresa, de modo a demonstrar exatamente como o Venture Capital se encaixa nesse ciclo. Já a terceira parte do capítulo elucida o processo de investimento em venture capital.

O segundo capítulo explica, com maior aprofundamento, o histórico da indústria no Brasil e no mundo, desde a sua criação nos Estados Unidos até o momento atual.

O terceiro capítulo elucida o processo de investimento e a regulação brasileira acerca da indústria de Venture Capital, explicando como ocorre a estruturação de um fundo e os tipos de veículos de investimento possíveis.

O quarto capítulo traz entrevistas realizadas pelo autor desta monografia com especialistas do setor como forma de aprofundar a bibliografia e complementar o conjunto de informações que servirão para identificar as tendências da indústria de Venture Capital. As entrevistas seguem a metodologia de entrevista aberta, utilizada quando o pesquisador deseja obter o maior número possível de informações sobre determinado tema, segundo a visão do entrevistado, e para obter um maior detalhamento do assunto em questão

A conclusão da monografia realiza um apanhado geral sobre os temas abordados, delineando tendências para o futuro da indústria de Venture Capital com base nos estudos bibliográficos e entrevistas com especialistas.

1. FINANCIAMENTO E ECOSSISTEMA DA INOVAÇÃO

1.1. Financiamento da inovação

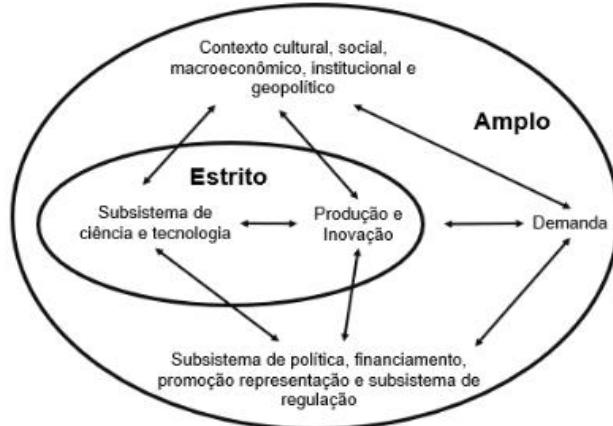
Financiamento da inovação é um termo usado para descrever o fornecimento de recursos financeiros que apoiam atividades de inovação, como pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, tecnologias ou serviços. É um campo de estudo que envolve diversas disciplinas, incluindo análise de fontes de financiamento, políticas de inovação, instrumentos de financiamento e seu impacto na inovação.

Existem várias fontes de financiamento para a inovação, como investimento privado, empréstimos bancários, subsídios governamentais, incentivos fiscais, parcerias público-privadas, entre outros. Cada fonte de financiamento tem suas próprias vantagens e desvantagens e pode ser mais ou menos adequada para diferentes tipos de empresas.

A corrente Neoschumpeteriana, que tomou ponto de partida as ideias do economista Joseph Schumpeter, enfatiza o papel da inovação no crescimento econômico e no desenvolvimento de empresas e indústrias. Para essa linha de pensadores, a inovação é a principal fonte de mudança estrutural e dinamismo econômico, capaz de gerar novos mercados e impulsionar a competitividade. Por outro lado, como apontam Levine e Zervos (1998), não há uma ênfase na perspectiva do financiamento entre esses pesquisadores em um primeiro momento, mas que posteriormente é revisada e incorporada em trabalhos como o de Freeman (1987) e Lundvall (1988).

A pesquisa de autores dessa linha, principalmente Christopher Freeman, concebe a inovação como um fenômeno sistêmico não linear em detrimento de um fato isolado, a partir do qual são estabelecidos os sistemas nacionais de inovação (SNI): uma gama de diferentes instituições que contribuem para a produção, assimilação, uso e difusão de processos inovativos. Sob esse prisma, a performance não depende apenas de pesquisa e desenvolvimento das firmas, mas da confluência de fatores sociais, políticos, institucionais e específicos de cada cultura. O quadro 1 apresenta o esquema dos SNIs. Nele é possível perceber uma abordagem mais estrita focada nos esforços em pesquisa e desenvolvimento (P&D) e ciência e tecnologia (C&T), referente à primeira geração de pensadores Neoschumpeterianos. Já sobre perspectiva mais ampla, há vários outros subsistemas, referentes aos avanços posteriores da corrente Neoschumpeteriana incluindo outras dimensões.

Figura 1 - Sistema nacional de inovação



Fonte: Adaptado de Cassiolato e Lastres (2008).

Cassiolato e Soares os definem bem:

O primeiro deles é o subsistema de produção e inovação, o qual dispõe a estrutura das atividades econômicas, sua distribuição setorial, grau de informalidade e distribuição geográfica e de tamanho, nível e qualidade do emprego, tipo e qualidade do esforço inovador. Em segundo lugar, há um subsistema de ciência e tecnologia que inclui educação, pesquisa, treinamento e outros elementos da infraestrutura científica e tecnológica, como informação, consultoria e propriedade intelectual. Em terceiro lugar, existe um subsistema de política, promoção, financiamento, representação e regulação que engloba as diferentes formas de políticas públicas e privadas tanto explicitamente voltadas para a inovação quanto implicitamente, ou seja, aquelas que, embora não necessariamente voltadas para ela, afetam as estratégias para inovação. Por último, há o papel da demanda, que na maioria das vezes está surpreendentemente ausente da maioria das análises de sistemas de inovação. Esta dimensão inclui padrões de distribuição de renda, estrutura de consumo, organização social e demanda social (infraestrutura básica, saúde, educação). (Cassiolato e Soares, 2013, pág. XXXI)

Para o propósito desta monografia, o foco será em promoção, representação e financiamento, que integra a relação entre sistema financeiro e investimentos em inovação. Dessa forma, é necessário compreender a trajetória de financiamento específica para o caso brasileiro, levando em conta suas particularidades locais, como sugere a teoria de SNI.

Uma firma pode angariar recursos para seus programas de investimentos de diversas formas. Em geral, podem ser (a) lucros retidos para reinvestimento, (b) emissão de ações, (c) emissão de dívida e (d) empréstimos bancários, de forma que a composição do financiamento é fortemente influenciada por fatores históricos e

institucionais. No caso brasileiro, como relatam Khan, Melo e Matos (2013), o mercado de capitais evoluiu timidamente até a década de 1990, quando a liberalização econômica, estabilização da inflação e a mudança do aparato legal a respeito de investimentos estrangeiros aumentaram a demanda por ações de companhias, apesar do crescimento ser concentrado no mercado secundário. Ainda, é importante destacar que o mercado de capitais brasileiro passou por diversas transformações significativas recentemente: (a) Aumento do número de investidores pessoa física nos últimos três anos, fato que traz a diluição do risco de liquidez, (b) A Bolsa de Valores de São Paulo (B3) se consolidou como principal mercado de ações da América Latina, com o aumento do número de empresas listadas e um expressivo crescimento no volume de negociações, (c) Maior abertura de capital das empresas: Houve um aumento no número de empresas que abriram capital na B3 nos últimos anos, principalmente em setores como tecnologia e saúde.

Porém, existem diversos desafios a serem superados para que o mercado de capitais brasileiro, ainda incipiente, possa tomar protagonismo no financiamento das empresas. Como aponta o relatório da Deloitte (2020) “Preparação e custos para abertura de capital no Brasil” que analisou as ofertas de ações no país entre 2004 e 2020, alguns dos principais desafios são: (a) Requisitos de governança corporativa: Para se tornar uma empresa de capital aberto e ter ações negociadas na bolsa, é necessário atender a diversos requisitos de governança corporativa, que incluem transparência na divulgação de informações financeiras e de gestão, estruturação de comitês independentes de auditoria e remuneração, entre outros. Esses requisitos podem ser desafiadores para empresas menores ou com menor experiência em governança corporativa, e principalmente (b) Custos elevados: A abertura de capital e a manutenção da listagem na bolsa de valores podem gerar custos elevados para as empresas, como taxas de registro, auditoria, assessoria jurídica e de comunicação, além da necessidade de manter um departamento de relações com investidores.

Melo e Rapini (2013), apontam que o crédito bancário, outra fonte de financiamento, é majoritariamente direcionado ao financiamento de curto prazo, dadas as condições severas de política monetária pós Plano Real em 1994, que de modo geral, promoveu uma migração de um regime de alta inflação para um regime de altas taxas de juros e depósitos compulsórios elevados. Nesse contexto, o custo da dívida

pública provê uma base mínima para a remuneração dos empréstimos bancários ou em mercado de capitais que devem ser acrescidos por um prêmio na rentabilidade do título para justificar correr o risco de crédito daquela instituição. Khan, Melo e Matos (2013) apontam que no período de 1994 a 2007, o Brasil apresentou os juros reais mais elevados do mundo, impedindo um desenvolvimento mais robusto do mercado de crédito privado. Apesar disso, têm sido observadas algumas melhorias recentes: (a) Regulamentação favorável: Nos últimos anos, o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) têm implementado medidas regulatórias que facilitam a oferta de crédito privado. Por exemplo, a CVM aprovou novas regras que permitem a captação de recursos por meio de ofertas públicas de títulos de dívida privada de pequenas e médias empresas, e (b) Inovação financeira: O mercado de crédito privado no Brasil tem sido impulsionado por inovações financeiras, como a securitização de recebíveis e a criação de plataformas digitais de empréstimos. Essas inovações têm aumentado a eficiência do mercado, reduzindo custos e melhorando o acesso ao crédito para empresas e investidores.

Evidencia-se, portanto, que apesar do avanço recente do mercado de capitais brasileiro, os lucros retidos das companhias ainda são sua principal fonte de financiamento (Melo e Rapini, 2013). Dessa forma, a decisão das firmas está intimamente ligada à influência da política econômica, pois ela pode criar tanto condições benéficas quanto maléficas para o reinvestimento dos lucros. A taxa básica de juros, por exemplo, cria um custo de oportunidade para as empresas aplicarem seus recursos no mercado financeiro. Por outro lado, pode haver políticas de incentivo à inovação a partir de benefícios fiscais e outros mecanismos.

No caso brasileiro, dificilmente as empresas reinvestem lucros em inovação por conta das condições encontradas no mercado financeiro, como aponta Martins e Rapini:

Há, de fato, uma relação negativa entre a composição da dívida pública, expressa pelas cotas indexadas a taxas de juros flutuantes, e o tamanho do mercado de títulos privados de renda fixa. A isso devemos acrescentar o prazo da dívida pública como fator agravante para o baixo desenvolvimento do mercado de títulos privados. Essa combinação de dívida de curto prazo indexada a uma taxa flutuante faz com que o Estado ofereça, simultaneamente, liquidez, rentabilidade e segurança. Assim, os emissores de títulos privados precisam aumentar a rentabilidade para compensar a liquidez e o risco. Nessas condições, as chances de uma empresa emissora atrair investidores para um título de renda fixa, de longo prazo, a um custo adequado, são limitadas, pois o comprador pode sempre optar por um título público de grande liquidez e de curto prazo (Melo e Rapini, 2013, pág. 36).

Tem-se, então, que a inovação em si é um ativo intangível altamente imprevisível, com custos altos, cujo retorno só se verifica a longo prazo. Nesse contexto, como a relação entre o sistema financeiro e o sistema industrial não evoluiu historicamente da mesma maneira que ocorreu nos países desenvolvidos, houve a necessidade da criação de instituições públicas para desenvolver a inovação no país. Dessa forma, foi a partir da década de 1950 que alguns dos principais subsistemas do SNI brasileiro começaram a surgir, tendo em vista a criação do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e a Comissão de Formação de Recursos Humanos Graduados (CAPES) em 1951, órgãos fundamentais para financiamento de pesquisa científica e formação de recursos humanos. Posteriormente, surgem duas das mais importantes instituições de financiamento da inovação no país. Em julho de 1967 é criada a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) para institucionalizar o fundo de projetos e programas criado em 1965 e em julho de 1969 o Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDCT) com o objetivo de financiar iniciativas de capacitação produtiva e tecnológica das empresas dentro do Plano Básico de Desenvolvimento Científico Tecnológico (PBDCT).

A trajetória da FINEP e do FNDCT pode ser dividida em dois períodos, de 1967 a 1997 e o período posterior que vigora atualmente. Nesse sentido, durante o primeiro período, o FNDCT é financiado majoritariamente por orçamento ordinário - decidido a partir do processo de elaboração e aprovação da Lei Orçamentária Anual (LOA), um instrumento legal que estabelece a previsão de receitas e a fixação de despesas para o exercício financeiro seguinte. A LOA é elaborada pelo Poder Executivo e encaminhada ao Poder Legislativo, onde é discutida, emendada e aprovada pelos parlamentares. Durante esse processo, são definidos os recursos que serão destinados a cada órgão e entidade da administração pública, levando em consideração suas necessidades e prioridades. Assim, durante o período de 1967 a 1997, o FNDCT constitui um fundo de livre aplicação que repassa recursos para a FINEP aplicar nas empresas. (Melo e Rapini, 2013)

Até 1979 os recursos orçamentários para o FNDCT eram crescentes, momento a partir do qual a tendência se inverte e acentua uma queda nos anos seguintes, atingindo seu patamar mais baixo em 1990. Dessa forma, a partir da necessidade de

garantir arrecadação própria, é estabelecido em 1997 um conjunto de ações programáticas para arrecadação: os Fundos Setoriais constituídos por recursos públicos provenientes de contribuições sociais, taxas, multas, e outras receitas específicas são utilizados para financiar programas, projetos e atividades que promovam o desenvolvimento do setor correspondente no contexto do FNDCT. Além disso, as decisões estratégicas dos recursos do FNDCT passam a ocorrer por meio de comitês técnicos responsáveis por avaliar as propostas de projetos que são apresentadas ao fundo, e a FINEP passa a desempenhar a função de secretaria executiva do FNDCT, responsável por operacionalizar as políticas e diretrizes definidas pelo Conselho Diretor do fundo. Como secretaria executiva, a FINEP é responsável pela execução orçamentária do FNDCT, pela gestão dos recursos financeiros e pela implementação de ações e projetos financiados pelo fundo. Assim, “os fundos setoriais foram decisivos para o financiamento da inovação, desde que superaram as restrições de política monetária e fiscal (...) e, então, permitiram uma maior viabilidade para o financiamento da inovação” (Melo e Rapini, 2013, pág. 38).

Alternativa às opções de financiamento da inovação apresentadas até este momento, a modalidade conhecida como *venture capital* (capital de risco) tem ganhado relevância no país de maneira mais expressiva na última década. Essa forma de financiamento, de modo geral, se propõe a investir em empresas inovadoras que se encontram em estágio inicial em troca de participação acionária. A principal diferença entre esta modalidade e a emissão de ações no mercado de capitais, além do porte das empresas, é que normalmente o *venture capital* é acompanhado de *smart money*, ou seja, o investimento além de envolver aporte financeiro traz ganho estratégico para a empresa investida através de rede de contatos, suporte na formulação da governança corporativa, contratos, auxílio em novas rodadas de captações, entre outras formas. Nesse contexto, essa modalidade de financiamento, bem como seu ecossistema, será objeto de análise desta monografia nos próximos capítulos.

1.2. Players

Para compreender o investimento em inovação e capital de risco é necessário conhecer os agentes desse ecossistema. Dessa forma, serão apresentados os principais financiadores de empresas em estágio inicial que se propõe a lançar produtos e serviços inovadores. Adicionalmente, também são introduzidos os

conceitos de incubadoras e aceleradoras, instituições complementares desse ecossistema, apesar de não contribuírem diretamente com financiamento de empresas.

a) Investidores-anjo

Investidores-anjo são indivíduos que investem capital próprio em startups em estágio inicial, geralmente em troca de uma participação no negócio. Os investidores-anjo são diferentes de outros tipos de investidores, como fundos de investimento ou bancos, porque geralmente investem em empresas muito jovens, muitas vezes antes de elas terem receita ou lucro. Eles estão dispostos a assumir um risco maior do que outros investidores em troca de uma participação no sucesso futuro da startup. Em diversas ocasiões são amigos e familiares dando suporte para a startup se tornar operacional.

b) Incubadoras e aceleradoras

Tanto as incubadoras quanto as aceleradoras são organizações que fornecem suporte e recursos para startups e empresas em estágio inicial. No entanto, elas têm algumas diferenças importantes em termos de seus objetivos, foco e estágios de desenvolvimento das empresas que ajudam.

Incubadoras geralmente se concentram em ajudar empresas em estágio inicial a se estabelecerem e a desenvolverem seus produtos e serviços. Elas fornecem um ambiente favorável para o surgimento e crescimento de novas empresas, oferecendo infraestrutura física, serviços de suporte e acesso a uma rede de contatos valiosa. As incubadoras podem ser criadas por governos, universidades, empresas privadas ou organizações sem fins lucrativos e são geralmente orientadas para setores específicos, como tecnologia, biotecnologia ou indústrias criativas. Por outro lado, as aceleradoras se concentram em ajudar empresas em estágio mais avançado a crescerem e escalarem seus negócios rapidamente. Elas fornecem suporte estratégico, acesso a mentores, conexões com investidores e outros recursos para ajudar as empresas a crescerem rapidamente. As aceleradoras geralmente têm um programa estruturado de curto prazo, geralmente de três a seis meses, que oferece suporte intensivo e orientação para as empresas participantes.

Exemplos de aceleradoras: (1) ACE Startups; (2) Startup Farm; (3) InovAtiva Brasil. Alguns exemplos de incubadoras são: (1) Incubadora de Empresas COPPE/UFRJ; (2) Porto Digital; (3) Darwin Starter

c) Equity crowdfunding

Equity crowdfunding é uma forma de financiamento coletivo em que muitos investidores contribuem com dinheiro para uma empresa em troca de ações ou participação no negócio. As plataformas de equity crowdfunding geralmente hospedam campanhas de investimento para empresas que buscam financiamento e fornecem as ferramentas para os investidores pesquisarem e investirem em oportunidades que atendam aos seus critérios. Os investidores podem investir quantias relativamente pequenas de dinheiro e de forma simplificada através da internet, tornando o investimento em startups acessível a uma ampla gama de pessoas.

No Brasil, o equity crowdfunding é regulado pela CVM e as empresas que desejam usar essa forma de financiamento devem seguir as regras e regulamentações do regulador para garantir a transparência e a segurança dos investidores. Exemplos de Equity crowdfunding são: (1) EqSeed; (2) Kria; (3) StartMeUp

d) Fundos de venture capital

Segundo Metrick e Yasuda, os fundos de venture capital tem cinco características principais:

- I. O fundo de venture capital é um intermediário financeiro, que utiliza capital de investidores e investe diretamente em companhias de seu portfólio;
- II. O fundo de venture capital investe apenas em empresas privadas.
- III. O fundo de venture capital tem um papel ativo no monitoramento e suporte às empresas investidas.
- IV. O principal objetivo do fundo de venture capital é maximizar o retorno financeiro saindo dos investimentos por meio da venda do ativo ou pela oferta pública inicial da empresa na bolsa de valores (IPO).

V. O venture capital investe para financiar o crescimento interno das empresas. (Metrick e Yasuda, 2010, pág 3)

O ponto (I) define os VCs como instituições intermediárias financeiras, similar aos bancos, pois existe uma captação junto aos investidores e aplicação dos recursos em empresas à escolha do gestor do fundo. Nesse sentido, o VC se distancia dos demais players citados: os investidores-anjo aplicam capital próprio e utilizam uma estrutura de investimento diferente, distanciando-se assim, da condição de instituição financeira. Já no equity crowdfunding não existe a figura do gestor decidindo em quais empresas serão alocados os recursos, essa decisão fica nas mãos dos investidores individuais.

O ponto (II) esclarece que VCs investem unicamente em empresas de capital fechado, ou seja, não possuem suas ações negociadas em mercados organizados como a bolsa de valores. Qualquer companhia que almeja ter negociação em bolsa de valores deve reportar sua situação financeira e dados do negócio aos investidores e à CMV (órgão regulador do mercado de capitais) regularmente. Assim, quando os vastos relatórios e base de dados são emitidos pelas empresas abertas e combinados com profissionais dedicados à sua análise, é gerada uma quantidade significativa de informação sobre essas empresas. Em contraposição, informação sobre empresas fechadas normalmente é quase inexistente, tanto que dentro da classificação do regulador o investimento nessas companhias é tido como investimento alternativo, em contraste ao investimento “tradicional” em ações listadas em bolsa, títulos do tesouro ou títulos de crédito privado.

O ponto (III) é outro traço notório dos fundos de VC. Sem isso o sucesso do fundo dependeria unicamente da capacidade do gestor de escolher investimentos. No entanto, atrelado aos recursos vem também o plano de impulso para as empresas. Esse plano pode se dar de diversas formas: tipicamente os fundos de VC recebem ao menos uma posição no conselho administrativo da empresa, o que permite opinar e aconselhar o alto escalão sobre os rumos que a empresa pode tomar, incluindo muitas vezes poder de voto e/ou veto nas decisões de maior importância. Além disso, é comum que os fundos de VC atuem como recrutadores não oficiais e “*matchmakers*” para as empresas de seu portfólio através de sua rede de contatos.

O ponto (IV) esclarece que os fundos de VC como instituições financeiras precisam retornar o valor investido acrescido de ganho de capital aos seus investidores dentro de um determinado período prescrito. Para isso, devem enxergar um caminho que leve à saída do investimento e normalmente evitam aportes em empresas que possam caminhar para um estágio em que os sócios possam levar um “*lifestyle business*”, ou seja, manter a companhia sob controle dos fundadores, recebendo uma boa renda via dividendos, mas com pouca oportunidade de venda ou realização de Oferta Pública Inicial (IPO).

O ponto (V) significa que os recursos advindos de VC devem necessariamente ser utilizados para construir ou otimizar novos negócios e não adquirir negócios existentes através de fusões e/ou aquisições.

É importante ponderar que para receber investimento de um fundo de venture capital a empresa passa por um processo de análise longo e rigoroso que transparece para o mercado (e internamente) a qualidade da companhia e seu modelo de funcionamento. Esse aspecto melhora a reputação da empresa e reduz incertezas, o que resulta em custos de transação menores (Williamson, 1979). Além disso, a participação de um fundo de venture capital no quadro societário da companhia pode resultar na atração de mão-de-obra mais qualificada, negociação de parcerias e/ou contratos com empresas relevantes, aquisição de novos clientes e negociação com credores. Dessa maneira, ter um fundo de venture capital como sócio pode ser tido como um selo de qualidade para o mercado. Exemplos de fundos de venture capital são: (1) Astella; (2) Kaszek; (3) MSW Capital

e) Fundos de private equity

Os fundos de Private Equity são veículos de investimento que buscam adquirir participações acionárias em empresas não listadas em bolsa, com o objetivo de promover o crescimento e maximizar o retorno sobre o investimento. Esses fundos geralmente investem em empresas maduras ou em fases avançadas de desenvolvimento, com o intuito de reestruturar, expandir ou otimizar suas operações antes de vendê-las a terceiros ou levá-las ao mercado de ações por meio de uma oferta pública inicial (IPO).

Existem diferentes tipos de fundos de Private Equity, que variam de acordo com a estratégia de investimento e o estágio das empresas em que investem. De acordo com Rossi (2010), alguns exemplos comuns incluem:

1. Buyout (Aquisição): Esses fundos adquirem a totalidade ou uma parte significativa de empresas já estabelecidas e maduras. Eles assumem o controle da empresa e buscam implementar mudanças operacionais, estratégicas ou financeiras para aumentar seu valor. O objetivo final é vender a empresa com lucro após um período de detenção geralmente de três a sete anos.
2. Growth Equity (Capital de Crescimento): Esses fundos investem em empresas em estágio intermediário de desenvolvimento que demonstraram potencial de crescimento significativo. Eles fornecem capital para expandir operações, desenvolver novos produtos, entrar em novos mercados ou realizar aquisições estratégicas. Geralmente, esses investimentos são feitos em empresas que ainda não estão prontas para uma saída imediata.
3. Distressed Debt (Dívida em Situação de Estresse): Esses fundos focam em empresas em dificuldades financeiras ou em processo de reestruturação. Eles compram dívidas de empresas com desconto e buscam recuperar o valor total ou parte dele durante o processo de reestruturação ou recuperação judicial da empresa.

A principal diferença entre fundos de Private Equity e fundos de venture capital está no estágio das empresas em que investem. Enquanto os fundos de Private Equity tendem a focar em empresas maduras ou em fases avançadas de desenvolvimento, os fundos de venture capital concentram-se em empresas emergentes e de alto potencial de crescimento, que estão em estágios iniciais de seu ciclo de vida. Exemplos de alguns dos maiores fundos de Private Equity em gestão de ativos sob gestão são: (1) Blackstone; (2) The Carlyle Group; (3) Warburg Pincus

1.3. Financiamento em venture capital

Como avalia Pavan (2018), de forma resumida, existem quatro principais agentes do ecossistema de um fundo de venture capital: gestores, veículo de

investimento, investidores e empresas investidas. É possível observar como esses agentes se relacionam na figura a seguir:

Figura 2 - Relação entre os principais players de venture capital



Fonte: Pavan (2018)

Dentro desse ecossistema, os investidores fornecem os recursos para um veículo de investimento e em troca esperam retorno quando uma empresa investida é vendida ou ocorre algum outro tipo de evento de liquidez. Os gestores são os responsáveis pela gestão do veículo de investimento, além de supervisionar todo seu funcionamento em troca de uma remuneração sobre os recursos aportados pelos investidores. Já o veículo, realiza o investimento em empresas, a partir das decisões do gestor, que é responsável por alocar os recursos nas empresas escolhidas a partir dos estudos apresentados por seus analistas. Em contrapartida, o veículo recebe participação acionária das empresas.

Tendo em vista essa dinâmica entre os players de venture capital, o Centro de Estudos em Private Equity da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe) divide o funcionamento dos fundos em quatro principais etapas: Captação de recursos (*fundraising*), Seleção de ativos, Investimentos e Saída (*Exit*) dos investimentos realizados, ou desinvestimentos (GVcepe, 2010). Ainda, de acordo com Gompers e Lerner (2002), é possível considerar que haja uma quinta etapa para as gestoras que é a construção de histórico de desempenho (*Track record*), uma nova etapa que facilita ou dificulta a captação de novos recursos a partir da credibilidade construída pela gestora, completando o ciclo a seguir:

Figura 3 - Ciclo da indústria de Venture Capital



Fonte: Pavan (2018)

a) Captação de recursos (*Fundraising*):

A etapa de captação de recursos consiste na busca por potenciais investidores e envolve o que é chamado de *roadshow*, visitas a investidores para apresentação do fundo bem como suas características. Nesse contexto, é de boa prática disponibilizar um prospecto informando o histórico da gestora, do seu time e seu *trackrecord* em fundos anteriores. Além disso, devem constar informações detalhadas sobre o veículo de investimento a ser utilizado, a tese que norteia a escolha das empresas investidas, o foco setorial, um potencial *pipeline* de negócios, entre outros. De acordo com Kameyama (2001), dentre todos esses pontos, o histórico de desempenho em fundos anteriores e o time são os fatores mais importantes para a decisão dos investidores.

O processo de captação normalmente dura de 6 meses a 1 ano, tendo em vista que requer uma análise cuidadosa por parte dos investidores, já que se trata de investimento com baixíssima liquidez e prazos extensos. Assim, as conversas com investidores podem demorar meses até chegar no estágio de diligência, no qual é feita uma análise minuciosa da gestora antes de seguir para as tratativas finais.

Assim que os investidores decidem formalmente investir, eles se comprometem a subscrever as quotas do veículo de investimento, de forma que os recursos

acordados são chamados de capital comprometido. Essa quantia permanece com o investidor até que o gestor do fundo identifique uma oportunidade de investimento e realize a chamada de capital, a partir da qual é requisitado o aporte do investidor para realizar o investimento. À medida que as oportunidades surgem são feitos os investimentos.

b) Seleção de ativos e investimento

A seleção de investimentos em venture capital é um trabalho árduo por conta da baixa conversão das oportunidades em investimentos. Em geral, é comum passarem mais de 100 empresas pelos analistas de um fundo até que haja 1 investimento. Isso fortalece a ideia de que a identificação de oportunidades é um dos principais determinantes do sucesso de um fundo.

A seleção de ativos desde o contato até a assinatura formal do investimento pode demorar meses. A trajetória desse processo segue um funil de filtragem, como o destacado abaixo:

Figura 4 - Funil de análise de ativos de um fundo de VC



Fonte: Pavan (2018)

De acordo com a GVcepe (2010), as oportunidades surgem majoritariamente de três maneiras: Por meio de indicação de terceiros, prospecção ativa da própria

gestora e candidatura espontânea das startups. No último caso é comum que empresas que estão assessorando a startup ou os próprios fundadores contatem fundos de venture capital para apresentar a empresa. Quando o inverso ocorre, ou seja, o fundo vai atrás das startups, normalmente o gestor busca ativamente em sua rede de contatos, incubadoras e aceleradoras, portais de notícias ou através de outros fundos parceiros.

A forma mais comum de introduzir uma empresa para um fundo é através de um *pitch* (ou *pitchdeck*), que consiste em uma apresentação da empresa, time, produtos, modelo de negócios, quadro acionário, valor pretendido de captação e destinação desses recursos. Após isso, o fundo começa o processo de análise, que varia muito a depender da gestora, mas que pode ser suscitado em alguns principais pontos em comum.

1. Sumário executivo: O sumário executivo é a introdução do pitch deck e deve fornecer uma visão geral clara e concisa do negócio da startup. Nessa seção, são esperadas informações sobre o problema a ser resolvido, a solução proposta, o mercado-alvo, a equipe fundadora e os principais marcos alcançados até o momento.
2. Problema e solução: Nessa seção, a startup deve descrever o problema existente no mercado e como sua solução aborda essa demanda. É importante que haja uma clara compreensão do problema e uma solução inovadora e escalável apresentada.
3. Modelo de negócio: Aqui, a startup deve explicar como pretende gerar receita e construir um modelo de negócio sustentável. Deve ser abordada a estratégia de monetização, a precificação, a estrutura de custos e a projeção de crescimento.
4. Mercado e oportunidade: É essencial demonstrar um entendimento profundo do mercado-alvo e do tamanho da oportunidade. A startup deve fornecer dados e análises relevantes sobre o mercado, incluindo tendências, segmentação, concorrência e o potencial de crescimento esperado.
5. Tração e marcos alcançados: Os investidores estão interessados em verificar a validação e a tração da startup até o momento. É importante destacar os marcos já alcançados, como clientes conquistados, receita gerada, parcerias estabelecidas ou qualquer outro indicador de progresso.

6. Equipe fundadora: A equipe fundadora desempenha um papel crucial na análise de investimento. Os investidores buscam empreendedores competentes e comprometidos. Nessa seção, é importante apresentar a experiência relevante da equipe, suas habilidades complementares e seu histórico empreendedor.
7. Plano de uso do investimento: A startup deve explicar como pretende utilizar o investimento solicitado. É fundamental fornecer uma visão clara e realista de como os fundos serão alocados, destacando áreas como desenvolvimento de produto, marketing, expansão de equipe, entre outros.
8. Projeções financeiras: Os investidores esperam ver projeções financeiras realistas e fundamentadas. A startup deve fornecer estimativas de receita, custos, margens e fluxo de caixa, além de explicar as premissas utilizadas para elaborar essas projeções.
9. Barreiras de entrada e vantagem competitiva: É importante destacar as barreiras de entrada ao mercado e a vantagem competitiva da startup. Isso pode incluir propriedade intelectual, patentes, conhecimento exclusivo, acesso a recursos escassos ou qualquer outro fator que confira uma posição privilegiada no mercado.
10. Potencial de retorno do investimento: Por fim, a startup deve apresentar o potencial de retorno do investimento para os investidores. Isso pode ser demonstrado por meio de uma análise do mercado, do crescimento projetado, da concorrência e de negociações de saída anteriores em casos similares.

Posterior a análise, se houver interesse do fundo em realizar o investimento é enviada uma carta de interesse para que comecem as discussões em torno do valor justo da empresa, o chamado *valuation*. Sobre esse aspecto, existem diversas formas de mensurar o valor econômico de uma companhia, mas nenhum deles pode ser tido como “o correto”, tendo em vista que dependem de premissas e subjetividades. Dessa forma, todos os métodos possuem pontos positivos e negativos. Orenstein elenca os principais modelos de precificação utilizados pelos fundos de venture capital

O primeiro, denominado de Múltiplo, valora a empresa comparando certos múltiplos padrões de mercado (como Preço/Lucro ou Valor da Empresa/EBITDA) com outras empresas atuantes no setor e seus pares no mercado internacional. O segundo método é o Fluxo de Caixa Descontado, que estima o valor da empresa através da soma do caixa gerado ano a ano descontado por uma taxa que reflete os riscos inerentes aos fluxos

projetados. Por último, os autores descrevem o modelo denominado de Capital de Risco, dada sua adoção em larga escala em investimentos deste tipo. Esta alternativa propõe uma análise inversa da empresa, onde primeiro determina-se o seu valor terminal através de múltiplos apresentados por empresas comparáveis mais maduras e, então, desconta-se para o presente utilizando uma alta taxa de desconto. A tabela abaixo indica as vantagens e desvantagens de cada método. (Orenstein, 2013, pag. 33).

Quadro 1 - Vantagens e desvantagens dos métodos de valuation

Método	Pontos Fortes	Pontos Fracos
1. Múltiplos	-Fácil de usar e de entender -Comumente utilizado na indústria de investimento -Baseado no mercado	-É difícil encontrar e avaliar múltiplos de empresas fechadas -Múltiplos de empresas abertas não costumam refletir especificidades de empresas fechadas (ex: falta de liquidez)
2. Fluxo de Caixa Descontado	-Razoável do ponto de vista teórico -Permite análise mais profunda de principais números da operação -Adequado em situações nas quais a taxa de impostos efetiva está mudando	-É difícil estimar os fluxos de caixa -Se valor estiver acumulado na perpetuidade modelo fica muito sensível a taxa de desconto
3. Capital de Risco	-Fácil de entender -Rápido para aplicar -Comumente utilizado	-Baseia-se em valores terminais derivados de múltiplos (mesmas desvantagens) -Muito sensível a taxa de desconto

Fonte: Orenstein (2013)

Definida a discussão sobre o valor da empresa, a próxima etapa é a *Due Diligence*, que consiste em uma auditoria minuciosa sobre todos os detalhes da empresa para averiguar se de fato todas as informações passadas pelos fundadores são verdadeiras e se a empresa não possui irregularidades societárias, trabalhistas, tributárias ou de qualquer outra natureza que possa interferir no investimento. Nesse sentido, é comum que o processo de *Due Diligence* envolva agentes externos como escritórios de advocacia para tratar de toda parte regulatória e jurídica, bem como consultores técnicos que averiguam se a tecnologia da empresa investida é de fato o que se diz ser. Ao final, é comum que esse processo leve de 1 a 3 meses para conclusão (Kameyama, 2001).

Durante a diligência é possível dar início a outra etapa que pode ocorrer ao mesmo tempo, a elaboração do *Term Sheet*, um documento não vinculante que

contém os principais termos do investimento, o qual deve ser acordado por todas as partes. Para casos que envolvem muitos fundos, é de praxe que exista um “investidor-líder”, normalmente aquele que se compromete a investir a maior parcela, o qual será responsável por determinar os termos do *Term Sheet* junto aos sócios da empresa investida.

A realização do *Term Sheet* antes do contrato oficial tem a função de levantar qualquer desacordo o quanto antes a fim de que as partes discutam a questão e firmem consenso em tempo hábil. Além disso, em caso de o desacordo persistir evita-se gastos extras que seriam necessários na realização do contrato de investimentos definitivos.

Os pontos econômicos a serem fechados no *Term Sheet* são valor da companhia, valor investido, número de parcelas e data dos aportes. Em contrapartida ao investimento, a participação acionária pode se dar na forma de ações ordinárias, ações preferenciais, ou através de dívidas conversíveis em ações ou quotas a partir de eventos pré-determinados.

Após estabelecer os aspectos financeiros do *Term Sheet*, são realizadas discussões sobre o controle da companhia, como a presença no Conselho de Administração. Através desse Conselho, os investidores podem exercer influência estratégica na empresa sem se responsabilizar pelas operações diárias. A participação no Conselho não está necessariamente ligada ao valor do investimento, podendo ser solicitada, por exemplo, por um fundo minoritário que deseja se envolver ativamente na gestão da empresa. Em empresas em estágio inicial, é comum ter um Conselho de Administração composto por cinco membros: o fundador, o CEO ou Presidente Executivo, dois representantes dos investidores e um membro terceiro escolhido em comum acordo entre as partes. Além da representação, outro importante ponto é o direito de voto, que permite que os investidores evitem decisões drásticas em desacordo com seus desejos. Como pontuado nas entrevistas da Fundação Getúlio Vargas, 60% dos 36 fundos de investimento em Private Equity e Venture Capital apresentaram poder de voto em investimentos nos quais eram sócios minoritários. A figura 5 mostra a ocorrências que podem ser vetadas pelas organizações gestoras minoritárias:

Figura 5 - Ocorrências que podem ser vetadas pelas organizações gestoras minoritárias



Fonte: Orenstein (2013)

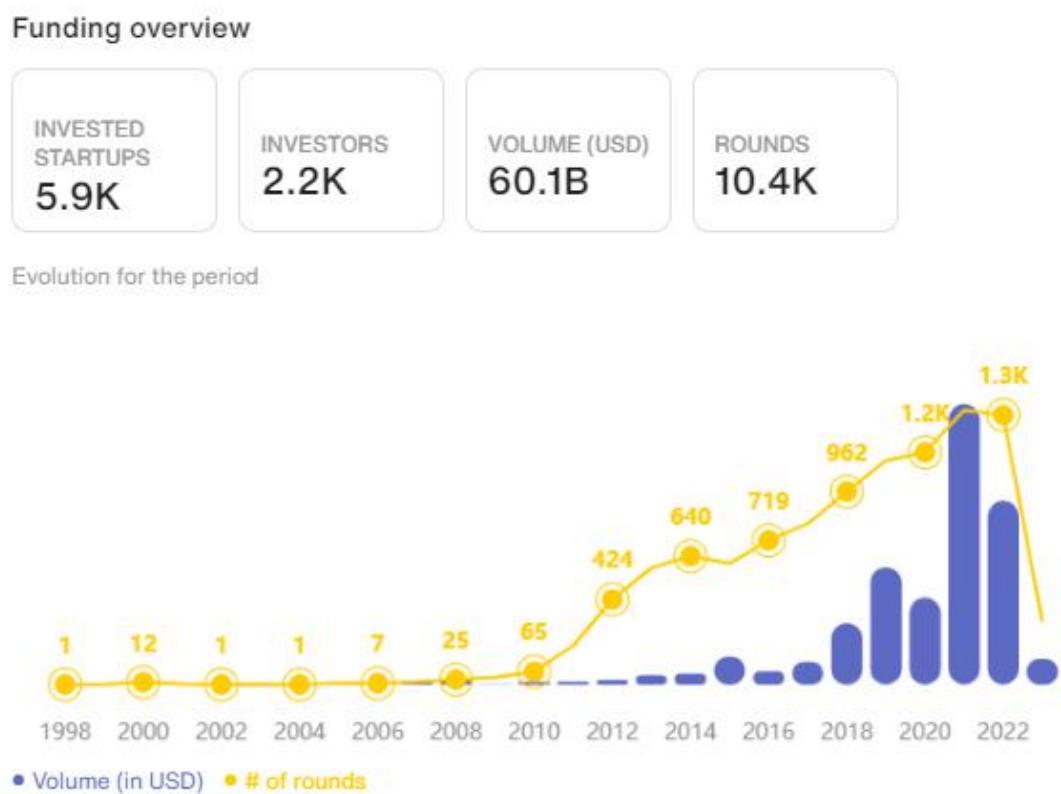
Existem outros tipos de cláusula como *Tag Along*, *Drag Along*, *Non Compete*, dentre outros, mas para fins práticos os mais comuns são os citados acima. Posterior a assinatura do *Term Sheet* é necessária a elaboração de novos documentos: Contrato Social, acordo de acionista para Sociedade Anônima (“S.A”) ou acordo de cotista se for uma Sociedade Limitada (“LTDA”), acordo de compra e venda de ações/cotas e o acordo de investimento.

Como citado anteriormente, uma das características distintivas do Capital de Risco em relação a outras formas de investimento, como investir em empresas listadas na bolsa e muitos dos investimentos em Private Equity, é o apoio ativo fornecido às empresas, onde o fundo agrega valor a elas. Naturalmente, a intensidade desse suporte varia de acordo com o fundo e a empresa em questão, mas, de modo geral, tende a ser significativo. Desse modo, em um fundo de investimento, diferentes níveis de atenção e suporte são direcionados para cada uma das empresas investidas, principalmente levando em consideração o estágio de desenvolvimento e amadurecimento de cada uma. Algumas empresas requerem maior cuidado, enquanto outras conseguem se estabelecer e operar de forma relativamente independente. É natural e benéfico que, com o tempo e o crescimento da empresa, essa interação diminua progressivamente.

É crucial para uma startup que a seleção do investidor leve em consideração a capacidade desse investidor de agregar valor à empresa. Isso é conhecido como

"smart money", em que o fundo de investimento contribui de outras maneiras além do aporte de capital. Por exemplo, para uma startup do setor de agronegócio, é mais vantajoso receber investimento de um fundo com experiência e interesse nessa área específica, o que amplia sua capacidade de oferecer suporte especializado. A figura 6 abaixo traz informações sobre o panorama de investimentos na América Latina.

Figura 6 - Panorama do investimento de VC na América Latina



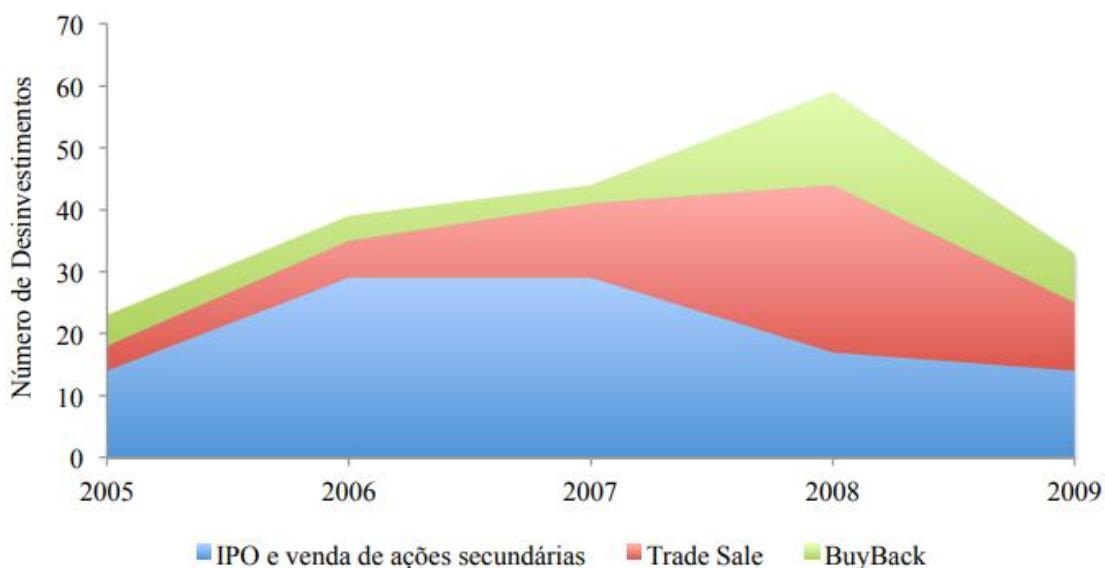
Fonte: Sling Hub

c) Saída

Um fundo de Venture Capital tem um tempo pré-determinado em regulamento para acabar, podendo ser estendido por até duas vezes. Portanto, o gestor já deve ter em mente que precisará realizar a saída (desinvestimento) da empresa escolhida antes do final do período determinado em regulamento. Essa etapa, apesar de ser a última, é uma das mais cruciais para o fundo, tendo em vista que uma boa saída gera retorno para os acionistas que podem financiar um novo fundo e contribui para o histórico da gestora, que a torna mais atrativa a novos investidores.

Normalmente, as saídas podem se dar de três maneiras: Oferta Pública Inicial de Ações (IPO), venda em bloco para agente estratégico (*Trade Sale*) e recompra de participação pelos administradores da empresa (*Buy Back*). Através da Figura 7 indicada abaixo com dados de 2005 a 2009 do 2º Censo Brasileiro da indústria de Private Equity e Venture Capital é possível ver a participação de cada modalidade na saída de 198 desinvestimentos analisados.

Figura 7 - Desinvestimento por modalidade de saída Brasil



Fonte: Orenstein (2013)

c.1) Oferta Pública de Ações (IPO)

A saída de um fundo de venture capital por meio de um IPO (Oferta Pública Inicial) ocorre quando a empresa investida decide abrir seu capital e listar suas ações em uma bolsa de valores. Essa é uma das maneiras mais comuns pelas quais os fundos de venture capital podem obter retornos sobre seus investimentos. Essa forma possui tanto vantagens quanto desvantagens, como aponta Rossi (2010), sendo elas:

- Valorização das ações: O IPO geralmente ocorre em um momento em que a empresa investida demonstrou um crescimento substancial e atraiu o interesse dos investidores. Isso pode resultar em uma valorização das ações e aumentar o valor do investimento do fundo de venture capital;
- Acesso a capital adicional: Ao abrir o capital, a empresa investida pode arrecadar capital adicional através da emissão de novas ações. Esses

recursos podem ser usados para financiar o crescimento, a expansão de negócios, aquisições ou para fortalecer o balanço patrimonial;

- Complexidade e custos: O processo de IPO é complexo e exige a participação de diversos profissionais, como advogados, banqueiros de investimento e contadores. Além disso, há custos associados, como taxas legais, honorários de consultoria e despesas de marketing. Esses custos podem reduzir o retorno líquido obtido pelo fundo.
- Regulamentações e divulgação de informações: Ao abrir o capital, a empresa investida precisa cumprir uma série de regulamentações e requisitos de divulgação de informações, como relatórios financeiros trimestrais e anuais. Essa transparência pode ser um desafio para empresas que não estão acostumadas a fornecer informações detalhadas sobre suas operações e estratégias.

c.2) Venda em bloco para agente estratégico (*Trade Sale*)

A saída de um fundo de venture capital por meio de uma "trade sale" ocorre quando a empresa investida é adquirida por outra empresa. Essa é uma alternativa comum para empresas que não podem arcar com os custos de um IPO ou não estão habilitadas para emitir valores mobiliários em bolsa de valores. Esse processo normalmente envolve a área de fusões e aquisições da empresa compradora ou um assessor, caso essa área ainda não seja estruturada dentro da companhia. Cabe ainda destacar que o agente estratégico pode ser tanto uma empresa da indústria como um banco ou outro fundo. Assim como o IPO, essa modalidade possui vantagens e desvantagens:

- Controle sobre o processo de venda: No caso de uma "trade sale", o fundo de venture capital tem um certo controle sobre o processo de venda, podendo negociar as condições da transação e buscar o melhor acordo para seus investidores. Isso permite que o fundo busque maximizar o retorno sobre o investimento.
- Acesso a recursos e sinergias: A aquisição por outra empresa pode trazer benefícios em termos de acesso a recursos adicionais, como expertise, canais de distribuição, infraestrutura e tecnologia complementar. Essas sinergias podem fortalecer a posição da empresa

investida e aumentar o valor da transação para o fundo de venture capital.

- Valor de venda potencialmente menor: Em comparação com um IPO, a venda da empresa investida por meio de uma "trade sale" pode resultar em um valor de venda potencialmente menor. Isso ocorre porque a empresa é adquirida por outra empresa, que pode não estar disposta a pagar um prêmio de mercado.
- Perda do potencial de valorização futura: Se a empresa investida for adquirida antes de atingir seu pleno potencial de crescimento e valorização, o fundo de venture capital pode perder a oportunidade de obter retornos maiores no futuro. Isso pode acontecer se a empresa for adquirida cedo demais, antes de atingir seu amadurecimento completo.

c.3) Recompra pelos administradores (*Buy back*)

Como aponta Orenstein (2013), existe a possibilidade de uma saída por meio da recompra da participação pelos acionistas administradores da empresa. Essa opção pode ocorrer de maneira voluntária, quando há interesse mútuo, ou apenas por parte do investidor vendedor, caso exista uma cláusula no contrato de investimento chamada Buy Back. Essa cláusula permite que o investidor solicite a compra de sua participação pela empresa a um preço previamente acordado, caso não haja abertura de capital ou venda estratégica dentro de um determinado período de tempo. Algumas das vantagens e desvantagens dessa forma de desinvestimento são:

- Controle sobre o processo: Ao utilizar a cláusula de buy back, o fundo de venture capital tem o controle sobre o desinvestimento, pois pode decidir exercer seu direito de vender sua participação de volta à empresa investida. Isso permite uma maior flexibilidade e capacidade de gerir o cronograma de saída de acordo com as necessidades e estratégias do fundo.
- Preço pré-acordado: O buy back geralmente envolve um preço pré-acordado para a recompra das ações. Isso pode oferecer segurança ao fundo de venture capital, garantindo que eles obtenham um retorno mínimo sobre seu investimento. O preço pré-determinado também evita a necessidade de negociar o valor de saída posteriormente.

- Rapidez no desinvestimento: O buy back pode permitir um desinvestimento rápido, pois não depende de encontrar um comprador externo ou passar por um processo de IPO. Quando a cláusula de buy back é acionada, a recompra das ações pode ser concluída de forma mais ágil, proporcionando ao fundo de venture capital uma saída mais rápida do investimento.
- Restrição de opções: Ao optar pelo buy back, o fundo de venture capital pode perder a oportunidade de buscar outras opções de desinvestimento potencialmente mais lucrativas. Isso inclui a possibilidade de um IPO, venda estratégica ou fusão com outra empresa. A cláusula de buy back pode limitar as alternativas disponíveis para maximizar o retorno do investimento.
- Risco de valorização adicional: Se a empresa investida continuar a crescer e se valorizar significativamente após a recompra das ações pelo fundo de venture capital, o fundo pode perder a oportunidade de participar dessa valorização adicional. O buy back pode ocorrer antes do pleno potencial da empresa ser alcançado, resultando em uma perda de oportunidade de obter retornos mais elevados.
- Dependência da capacidade da empresa investida: O sucesso do desinvestimento por buy back depende da capacidade financeira e disposição da empresa investida em recomprar as ações. Se a empresa não tiver recursos suficientes ou não tiver interesse em recomprar as ações, o fundo de venture capital pode enfrentar dificuldades em realizar o desinvestimento por meio do buy back.

2. PANORAMA HISTÓRICO

2.1. Surgimento do Venture Capital

Existem imprecisões quanto ao surgimento do termo Venture Capital. Alguns o creditam à J.H Whitney & Company, uma das primeiras empresas que se tem registro no ramo de VC nos Estados Unidos (EUA), que em 1946 detinha o slogan “*Our business is an adventure*”, fato que influenciou na nomeação de seu fundo de Adventure Capital, abreviado Venture Capital. No entanto, alguns autores, como é o caso de Rao e Scaruffi (2011) alegam que já na década de 1920, a *Industrial Securities*

Committee já utilizava a expressão em seus relatórios. Portanto, a noção exata do termo não é clara.

Por outro lado, se a origem da terminologia não é precisa, sua prática data desde o início do século XX, tendo em vista que as famílias com recursos vultosos como os Warburgs, Vanderbilt e Rockefellers investiam informalmente em empresas que se encontravam em estágio inicial e que apresentavam grande potencial de retorno. Esse ponto da história é importante para entender o surgimento, declínio e retomada do mercado de Venture Capital, pois da mesma forma que houve interesse por investimentos de risco na década de 1920, ao seu final com o crash da bolsa e Grande Depressão de 1929 houve uma dispersão do interesse, dado o aumento da aversão ao risco que o momento de restrição financeira impunha. Assim, não apenas as companhias listadas em bolsa observaram queda dos investimentos, mas também empresas em estágio inicial viram sua fonte de financiamento seca. A situação ainda foi agravada entre 1930 e 1946 por conta do aumento dos tributos necessários para garantir a arrecadação estatal, que sofreu grande redução durante o período da Grande Depressão.

Posterior ao período da Segunda Guerra Mundial, emergiu de maneira mais consolidada o conceito de fundo de Venture Capital, na medida que três instituições lançavam seus fundos, todas por volta da década de 1950: VenRock, J.H Whitney & Company e a American Research and Development Corporation (ARDC). Esta primeira foi um movimento dos irmãos Rockefellers para profissionalizar e institucionalizar a atividade de investimento da família, que ainda permanece ativa. Atualmente, seu fundo de investimento gera aproximadamente U\$ 3 bilhões e dentre seus investimentos de sucesso estão grandes empresas de tecnologia como Intel e Apple. A segunda empresa, J.H Whitney & Company, também se mantém ativa até os dias atuais. Fundada pelo milionário John Whitney em parceria com Brenno Schmidt, é focada nas indústrias de saúde, bens de consumo e manufatura, além de possuir U\$ 1 bilhão sob gestão. Já a terceira empresa da lista, a American Research and Development Corporation (ARDC), foi criada em 1946 por Georges Doriot, um dos mais proeminentes investidores do universo de Venture Capital.

Doriot nasceu na França em 1899, foi para os EUA cursar o MBA, mas ficou e alistou-se no exército americano. Durante a Segunda Guerra Mundial trabalhou em pesquisas e desenvolvimento militar como tenente coronel. Quando criou a ARDC, ela constituía os investimentos que Doriot havia realizado durante a guerra em novas

tecnologias militares (Ante, 2008). Dentre seus investimentos, aquele que mais lhe rendeu frutos foi a *Digital Equipment Corporation*, que em apenas nove anos de existência trouxe um retorno de quinhentas vezes o valor investido na companhia. Como pontua Orenstein (2013), a grande relevância atribuída à companhia é o fato de ela ter sido o primeiro fundo institucional de investimento em empresa privada, dado que os recursos captados eram advindos de outros agentes além das famílias abastadas. Esse aspecto ampliava a possibilidade de acesso ao capital para os empreendedores.

Além disso, outro fato importante é a própria figura de Doriot para a profissionalização desse tipo de investimento, dada sua relevância na formação de jovens proeminentes no mundo dos negócios e influência nos debates acadêmicos como professor da Harvard Business School e fundador do INSEAD, uma das escolas de negócios mais respeitadas do mundo. Como apontam Rao e Scaruffi (2011), Doriot tinha uma filosofia de negócios interessante, na qual ele analisava as empresas como “o estudo do homem e do trabalho do homem”, seus desejos e aspirações. Nesse sentido, é notória sua preocupação principalmente com as pessoas nas quais ele estava investindo, tendo em vista que sua atuação como gestor de Venture Capital não se limitava à aplicação de recursos, como também alocava funcionários nas empresas investidas pela ARDC por períodos longos para prover melhores práticas de gestão.

2.2. Evolução e estágio atual

Na década de 1960, empresas já consolidadas começaram a investir em startups motivadas pela repercussão e sucesso dos fundos institucionais recém-criados nos EUA. Dessa forma, havia três maneiras de realizar a aplicação de recursos, a primeira era via aplicação direta da empresa nas startups. Essa forma é conhecida como *Corporate Venture Capital (CVC)* e normalmente ocorre em empresas que têm um compromisso mais claro com a inovação ou motivadores para investir em novas tecnologias. A segunda forma, é via aplicação em um fundo, o que torna a empresa mais uma dentre várias outras instituições cotistas, fato que a torna um investidor passivo. A terceira é a aplicação em fundos especializados em corporações, que compreendem as peculiaridades de se ter uma corporação como cotista. Como pontua Orenstein (2013), a maior parte das corporações escolhia o

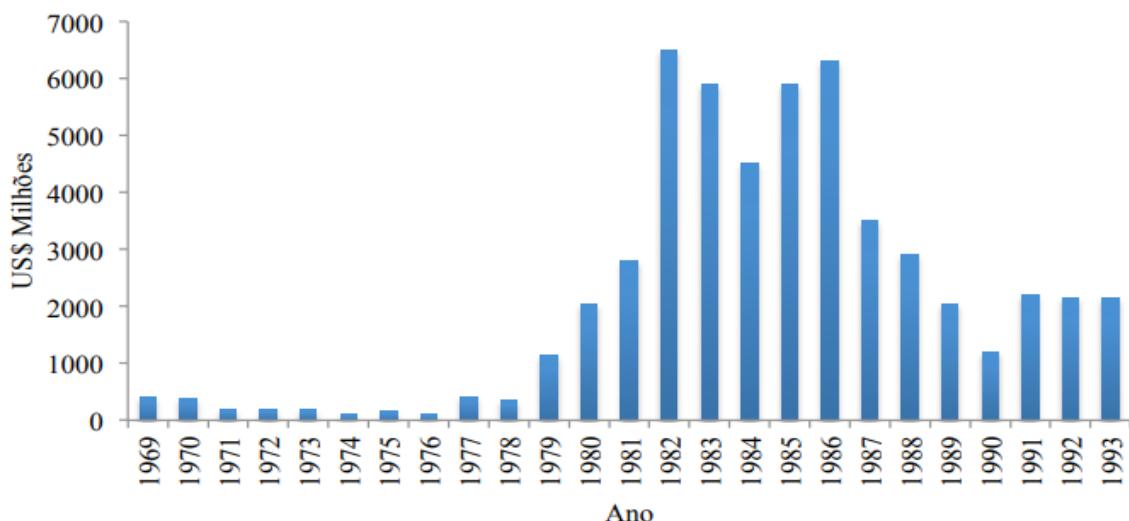
CVC, pois nesse caso não precisavam pagar taxas de administração e podiam manter uma relação mais próxima das investidas. Para estes casos é comum que a empresa criadora do CVC busque não apenas ganho financeiro, mas também estratégico para incorporar a inovação trazida pelas startups às suas operações.

Até a década de 1960, Boston e Nova York eram as áreas mais pujantes em termos de investimento em Venture Capital por se tratar da capital financeira global e à época militar, bem como o fato de possuir centros de excelência como a Universidade de Harvard e o MIT que produziam mão de obra altamente capacitada. No entanto, ao longo da década de 1960, houve um deslocamento dos investimentos em VC para a área do Vale do Silício. Tal movimento ocorreu por uma série de fatores: à época ocorreram incentivos federais, faculdades como Caltech, Berkeley, UCLA e Stanford se tornaram grandes referências nas áreas de ciência, tecnologia, engenharia e matemática. Foi nessa época que William Shockley, Prêmio Nobel de Física e pesquisador da área de semicondutores, se mudou para o Vale e fundou sua empresa. Para levantar seu negócio, Shockley trouxe diversos pesquisadores da área de Nova York e Boston. Apesar da empresa ter falido, houve incentivo para os jovens pesquisadores fundarem outra, a Fairchild Semiconductor, pioneira na produção de circuitos integrados comercialmente disponíveis. Posteriormente, dois daqueles pesquisadores, Robert Noyce e Gordon Moore, fundaram a Intel. Nesse contexto, diversas empresas de forte base tecnológica surgiram em torno do Vale com o sucesso dos empreendimentos anteriores e a formação de talentos nas universidades de excelência citadas. Esse ecossistema de inovação já possuía empreendedores e capital humano. Então para complementar o círculo virtuoso faltavam apenas investidores, algo que ocorreu já na década de 1960 com o surgimento de fundos famosos como Draper e Sequoia Capital (Gompers e Paul, 1994).

Durante a década de 1970 e 80, foram instituídos decretos e leis que colaboraram com o desenvolvimento da indústria de venture capital. O Revenue Act (1978) e o Economic Recovery Act (1981) reduziram o imposto sobre ganho de capital de 49,5% para 28%, aspecto que incentivava os investimentos em empresas inovadoras ao invés de opções tradicionais como o crédito privado ou títulos públicos. Para além desses atos, em 1979, a (Employee Retirement Income Statement “Prudent Man” Rule (ERISA) passou a permitir que fundos de pensão, excelentes investidores de longo prazo, passassem a investir em Venture Capital. Esse ambiente fiscal e regulatório favorável foi relevante para o crescimento da indústria como é mostrado

pela Figura 8 que retrata a evolução do capital alocado em fundos de Venture Capital nos EUA de 1969 a 1993.

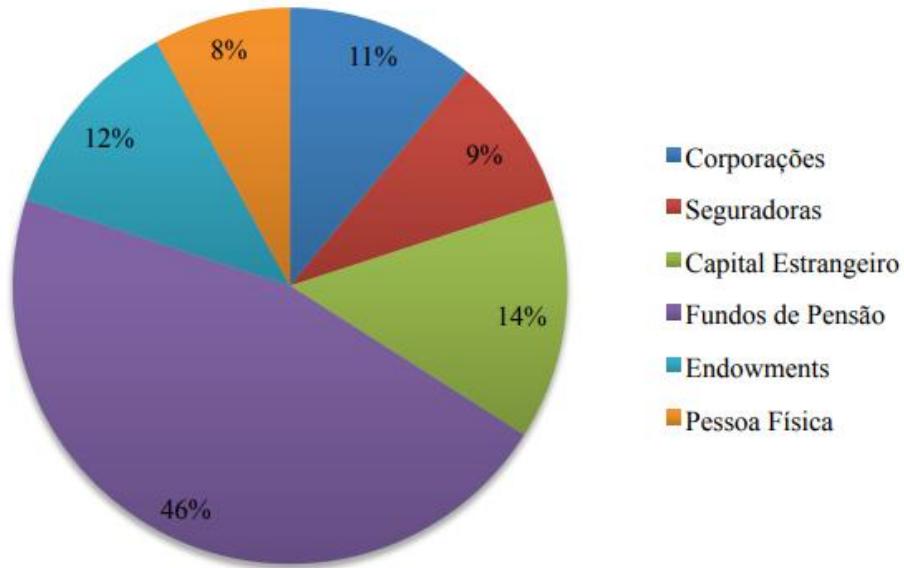
Figura 8 - Capital alocado em fundos de Venture Capital nos EUA de 1969 a 1993



Fonte: Orenstein (2013)

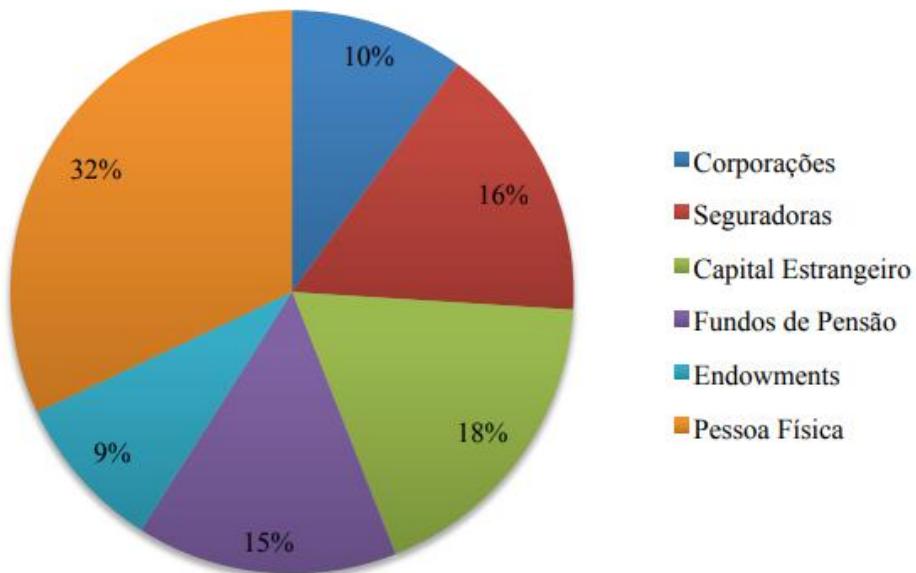
Em especial, a regulação da ERISA exerceu forte influência para o aumento dos investimentos em VC, tendo em vista, pois como observa Gompers (1994), ao final da década de 1988 quase metade de todo o capital alocado na indústria de Venture Capital era advindo dos fundos de pensão em contraposição ao final da década de 1970, como é detalhado pela Figura 9 e Figura 10.

Figura 9 - Fontes de capital alocado em Venture Capital nos EUA em 1988



Fonte: Orenstein (2013)

Figura 10 - Fontes de capital alocado em Venture Capital nos EUA em 1988



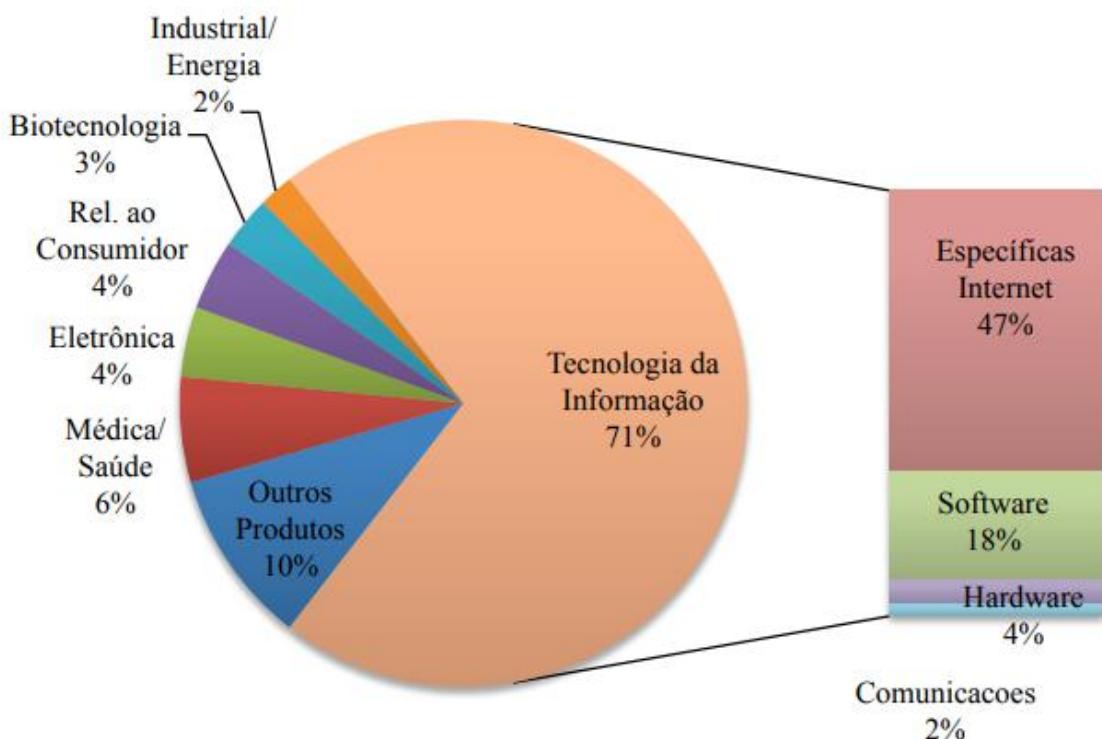
Fonte: Orenstein (2013)

Durante as décadas de 1980 e 1990, a indústria de VC vislumbrou um aumento exponencial de investimentos em empresas ligadas à tecnologia da informação. Na época, foi lançado o computador pessoal da IBM (1981) diretamente nas prateleiras das lojas e como se tratava de um sistema de informações “abertas”, logo surgiram

outros competidores nesse nicho, como a Compaq e a Olivetti. Segundo essa lógica, as vendas de computadores pessoais nos EUA explodiram a partir do surgimento de aplicações úteis às pessoas através dos softwares.

Diante do cenário de avanço dos computadores e de suas ferramentas, houve uma concentração dos investimentos principalmente em empreendimentos ligados à softwares e à internet. Como é reportado pelo Science, Technology and Industry Outlook da Organisation for Economic Co-operation and Development, em 1999, 71% de todos os investimentos em VC eram em tecnologia da informação, sendo 47% em internet e 18% em software.

Figura 11 - Alocação por setor em Venture Capital nos EUA em 1999



Fonte: Orenstein (2013)

Durante esse período, também houve um aumento significativo no número de IPOs de empresas de tecnologia. Muitas startups de sucesso, incluindo Google e Yahoo, abriram seu capital e permitiram que investidores públicos comprassem ações. Isso proporcionou aos investidores de venture capital a oportunidade de obter retornos substanciais sobre seus investimentos iniciais, incentivando ainda mais o crescimento do mercado de venture capital. Além disso, a década de 1990 foi marcada por avanços na legislação que afetaram o mercado de capitais para venture capital. Por exemplo,

em 1999, o Congresso dos Estados Unidos promulgou a Lei de Modernização do Mercado de Capitais, que facilitou o acesso ao capital para empresas emergentes e reduziu as restrições regulatórias. No entanto, no final dos anos 1990 estoura uma bolha especulativa no setor de tecnologia, conhecida como a bolha das dotcoms. Muitas empresas de tecnologia sem um modelo de negócios sustentável foram avaliadas a preços inflacionados, levando a investimentos excessivos e a uma eventual queda do mercado. Isso teve um impacto negativo nas empresas de venture capital e resultou em um período de retração e ajuste no setor. Após o estouro da bolha da internet, houve uma reavaliação dos investimentos e uma maior ênfase na sustentabilidade financeira e nos fundamentos das empresas. Embora a bolha da internet tenha sido um episódio marcante de excessos e especulação, também trouxe lições importantes para o mercado, enfatizando a importância de uma análise criteriosa dos modelos de negócios e da viabilidade financeira das empresas antes de investir (Gompers e Lerner, 2016).

Nos anos 2000, ocorreram uma série de mudanças e desafios, moldando o cenário dos investimentos em startups e empresas emergentes. Após o estouro da bolha da internet, a indústria de venture capital passou por um período de ajuste e consolidação. Os investidores se tornaram mais cautelosos e exigentes em relação aos modelos de negócios das empresas e à sustentabilidade financeira. Houve um foco renovado na geração de receitas e na obtenção de lucros, em contraste com a ênfase anterior no crescimento rápido sem levar em consideração a rentabilidade.

Durante esse período, houve manutenção do crescimento contínuo do setor de tecnologia. Empresas como Amazon, Facebook e Netflix surgiram e se tornaram gigantes da indústria. O interesse em investir em startups de tecnologia permaneceu alto, com um enfoque crescente em setores como software, internet móvel, redes sociais e comércio eletrônico. Além disso, os anos 2000 também testemunharam um aumento nos investimentos em mercados emergentes, como China, Índia e Brasil. O potencial de crescimento nesses mercados atraía investidores de venture capital em busca de oportunidades de alto retorno (Gompers e Lerner, 2016).

A crise financeira global de 2008 teve um impacto significativo na indústria de venture capital. A disponibilidade de capital diminuiu, as saídas para investimentos (como IPOs e aquisições) foram afetadas e muitos investidores reduziram suas atividades de investimento.

Na década de 2010, houve um aumento significativo dos investimentos em setores como inteligência artificial, aprendizado de máquina, big data, blockchain, biotecnologia, veículos autônomos e energia renovável. Startups que desenvolviam tecnologias disruptivas e soluções inovadoras atraíram grande interesse dos investidores de venture capital. As grandes empresas continuaram a criar fundos de venture capital internos ou a se associar a empresas de venture capital existentes para investir em startups. O capital de risco corporativo cresceu em popularidade, com empresas estabelecidas buscando inovação externa e oportunidades de crescimento por meio de investimentos estratégicos em empresas emergentes (Gompers e Lerner, 2016).

As rodadas de financiamento de grande porte, conhecidas como "mega rodadas", se tornaram mais comuns na década de 2010. Grandes investidores, como fundos de pensão, fundos soberanos e corporações, buscam participar de rodadas de financiamento de alto valor para empresas de tecnologia promissoras.

Além desses aspectos, é importante destacar que a China emergiu como um dos principais centros de inovação e empreendedorismo do mundo, impulsionado por uma combinação de fatores, incluindo investimentos significativos em tecnologia, políticas governamentais favoráveis e uma base de consumidores em rápido crescimento. Foram implementadas políticas e iniciativas para promover o investimento em startups e facilitar o crescimento de empresas. Isso inclui o estabelecimento de zonas de desenvolvimento tecnológico, incentivos fiscais, programas de financiamento e apoio à pesquisa e desenvolvimento. Dessa forma, a China desenvolveu um ecossistema empreendedor vibrante, com hubs de inovação e clusters tecnológicos em todo o país. Cidades como Pequim, Xangai, Shenzhen e Hangzhou se tornaram centros de inovação, com a presença de incubadoras, aceleradoras, espaços de coworking, universidades e institutos de pesquisa. Esses ecossistemas fornecem suporte, recursos e networking para startups em diferentes estágios de desenvolvimento. Ademais, as empresas nascentes convivem com gigantes da tecnologia, como Alibaba, Tencent, Baidu, JD.com e Didi Chuxing. Essas empresas têm investido ativamente em startups e estabelecido seus próprios fundos de venture capital, contribuindo para o crescimento do ecossistema empreendedor.

3. PROCESSO DE INVESTIMENTO E REGULAÇÃO NO BRASIL

Antes de realizar qualquer aporte, é necessário avaliar qual o veículo de investimento mais adequado para a atividade de Venture Capital. Essa decisão tem impactos relevantes quanto a regulação, alíquotas de tributação e quais investidores são elegíveis para cada veículo. No Brasil, existem três principais veículos de investimento: (i) Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e Empresas de Participações (Holding), sendo mais comum a primeira destas.

A Instrução CVM 578, de 30 de agosto de 2016, estabelece as regras gerais aplicáveis aos FIPs. Ela define os tipos, as formas de captação de recursos, as regras para a constituição e funcionamento dos fundos, os deveres e responsabilidades dos administradores e gestores, além das obrigações de divulgação de informações aos cotistas e ao mercado em geral. Nesse sentido, o fundo deve ser constituído na forma de condomínio fechado, ou seja, um tipo específico de fundo de investimento em que os investidores não podem resgatar suas cotas a qualquer momento. Deve ter um administrador, que é responsável pela gestão administrativa e pela prestação de informações aos cotistas. O administrador deve ser uma instituição autorizada pela CVM. Deve ter um gestor, que é responsável pela seleção, análise e acompanhamento dos investimentos do FIP. O gestor também deve ser uma instituição autorizada pela CVM. Deve ter um patrimônio mínimo estabelecido, que pode variar de acordo com as regras estabelecidas. Esse patrimônio mínimo é necessário para garantir a viabilidade operacional do fundo. Antes do início das atividades do FIP, é necessário elaborar um prospecto, que é um documento contendo informações detalhadas sobre o fundo, como sua política de investimentos, riscos envolvidos, taxas e demais características relevantes. O prospecto deve ser submetido à análise da CVM antes de sua utilização.

De acordo com a regulamentação CVM 578, os FIPs devem observar limites de concentração. O FIP não pode investir mais do que 20% de seu patrimônio líquido em um único emissor. Esse limite se aplica tanto a investimentos diretos em empresas quanto a investimentos indiretos realizados por meio de outros veículos de investimento. Além disso, existe o limite por segmento de atividade: O FIP não pode investir mais do que 40% de seu patrimônio líquido em emissores de um mesmo segmento de atividade. Esse limite visa diversificar os investimentos em diferentes

setores econômicos. Além desses limites, a regulamentação prevê que a CVM pode autorizar, em casos excepcionais, a superação dos limites de concentração por um período limitado, mediante solicitação do gestor do FIP.

A regulamentação define critérios para classificar os investidores como qualificados, elegíveis para investir em FIPs, sendo eles: (i) Investidor Profissional: São considerados investidores profissionais as instituições financeiras, as seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, os fundos de investimento, entre outros. Também são considerados investidores profissionais as pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional; ou (ii) Investidor superqualificado: São considerados investidores superqualificados as pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 bilhão e que atestem por escrito sua condição de investidor superqualificado. Esses requisitos são estabelecidos para assegurar que os investidores que aplicam em FIPs tenham experiência, conhecimento e capacidade financeira adequados para compreender os riscos envolvidos nesse tipo de investimento. É importante ressaltar que a classificação como investidor qualificado deve ser atestada por meio de declaração formal, geralmente realizada no momento da aquisição das cotas do FIP. Essa declaração deve ser feita de acordo com as regras e procedimentos estabelecidos pela CVM.

Já o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), regulado pela instrução CVM 209, também é um fundo constituído sob a forma de condomínio fechado com intuito de aplicação exclusiva em empresas emergentes, cuja definição depende de duas características:

- a) Faturamento líquido anual inferior a R\$ 60 milhões
- b) Não faça parte do grupo de sociedades com patrimônio líquido consolidado maior ou igual a R\$ 120 milhões

Os FMIEEs cronologicamente vieram antes dos FIPs e representaram uma primeira tentativa de se regular fundos de investimentos em participações, tanto que serviram de ponto inicial para a regulamentação dos FIPs. A diferença entre os dois é que os FMIEEs são bastante restritos e voltados para um fim específico, enquanto os FIPs têm flexibilidade na sua estrutura, como por exemplo participação no processo decisório da companhia investida, algo inexistente nos FMIEEs.

Uma terceira opção de veículo de investimento é a Empresa de Participação (Holding), comum no Brasil até a década de 1990, tendo em vista que era a modalidade mais adequada para o exercício do Venture Capital no país, dada a possibilidade de exercer poderes de gestão via eleição de administradores e órgãos de governança. (Orenstein, 2013)

Da mesma maneira que o FIP pode ser visto como uma evolução do FMIEE, o FMIEE pode ser visto como tal em relação a *Holding*, dadas as vantagens que os veículos regulados pela CVM possuem sobre as Empresas de Participação (*Holding*). Orenstein elenca 8 vantagens dos veículos regulados pela CVM:

- (i) podem receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados sem que sejam de capital aberto; (ii) permitem uma tributação diferenciada aos seus cotistas: todos os ganhos provenientes dos fundos são tidos na forma de ganhos de capital e os impostos são recolhidos apenas quando ocorre o resgate das cotas pelos investidores; (iii) os impostos incorrem proporcionalmente às alíquotas aos quais os investidores estão sujeitos; (iv) caso haja reinvestimento os impostos são postergados; (v) tem duração limitada; (vi) são mais ágeis para a apropriação de crédito tributário; (vii) apresentam maior facilidade para a cobrança da taxa de administração; (viii) o processo de liquidação financeira dos investimentos é mais simplificado. (Orenstein, 2013, pág 23)

A Fundação Getúlio Vargas (FGV) através do 2º Censo Brasileiro da indústria de Private Equity e Venture Capital, traz um quadro resumo comparativo entre os FIPs e as Empresas de Participação (*Holdings*), que pode ser observado através do Quadro 2

Quadro 2 - Principais características dos FIPs e das Holdings

	FIP	Empresa de Participação (Holding)
Regulamentação	CVM	Lei das S/As
Registro	Instrução CVM 391/03	Lei 4131
IOF	2% na entrada; 0% na distribuição de dividendos ou redenções parciais ou totais	3x 0,38% sobre investimentos diretos estrangeiros, distribuição de dividendo ou repatriação de capital
IRRF sobre Ganhos de Capital (para o veículo de investimento)	0% IRRF sobre ganhos de capital na venda de ações de empresas do portfólio	34% IRRF sobre ganhos de capital na venda de participações acionárias detidas pela <i>Holding</i>
IRRF sobre Ganhos de Capital (para investidores brasileiros)	15% IRRF devido somente quando da redenção das cotas do FIP	20% IRRF
IRRF sobre Ganhos de Capital (para investidores internacionais)	0% IRRF para investidores internacionais detentores de menos de 40% das cotas do FIP; 15% IRRF em casos de concentrações maiores de cotas	15% IRRF
Dividendos	Isento	Isento

Fonte: Fundação Getúlio Vargas (2011)

Depois que o veículo de investimento do fundo é escolhido, é necessário definir o conjunto de cláusulas que irão nortear a atuação do fundo. Mesmo que algumas características já sejam pré-estabelecidas por regulação, outras dependem da escolha dos gestores. Os fundos, por exemplo, apresentam prazo definido para seu término, entretanto, esse prazo pode ser determinado pelo gestor. Da mesma forma é a estrutura de remuneração entre os funcionários da gestora.

O prazo de término de um veículo tem a função de garantir proteção e previsibilidade para os investidores, tendo em vista que delimita um prazo para que o principal seja devolvido com o retorno obtido do investimento. De acordo com o 2º Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital, os fundos de VC possuem uma média de 9 a 10 anos de duração.

Outra característica importante a ser definida já na concepção de um fundo é a forma como se organizará a estrutura de remuneração da gestora. Os fundos normalmente cobram uma taxa de administração como forma de remuneração recorrente para custear despesas operacionais tais como salários de funcionários, aluguel de escritório, entre outros. Esse valor não é pré-determinado, mas é bem comum que se utilize taxas entre 1% e 2% sobre o capital comprometido durante o período de investimento e sobre o capital investido durante o período de desinvestimento. Como avalia Orenstein (2013), a troca de base do capital comprometido para o capital investido durante a fase de desinvestimento tem a finalidade de proteger o investidor, que não precisa pagar taxas caso a organização gestora não invista o seu capital.

A outra forma de remuneração dos funcionários do fundo é a taxa de performance, a qual funciona como incentivo para os gestores e garante o alinhamento de interesses com os investidores, uma vez que a remuneração dos funcionários está diretamente ligada a remuneração do investidor. É comum na indústria que a taxa de performance seja de 20% sobre o retorno obtido que excede o objetivo pré-determinado, chamado de *benchmark* ou *hurdle rate*. Em outros casos, há o que é chamado de retorno preferencial (*preferred return*), que ao invés de cobrar a taxa de performance em cima do que excede o *benchmark*, o faz sobre todo o ganho de capital. Dessa forma, fica claro que a primeira forma de remuneração é mais vantajosa para o investidor, enquanto a segunda é mais vantajosa para a gestora.

Para tornar mais clara a diferença, suponha um investimento com data fim para daqui um ano que possui R\$ 200 milhões de capital comprometido, uma taxa mínima

de atratividade de 10%, taxa de performance de 20% e R\$ 400 milhões ao final do período. Caso opte-se pela primeira forma de remuneração, através de um *hurdle rate*, e o retorno hipotético ao final do período recai apenas sobre o valor que excede a taxa mínima de atratividade. Como o capital comprometido foi de R\$ 200 milhões e a taxa mínima de atratividade de 10%, R\$ 20 milhões do retorno ficam fora da taxa de performance. Assim, R\$ 180 milhões estão sujeitos a cobrança de 20% pela performance do fundo, ou seja, R\$ 36 milhões ficam para o gestor como recompensa pelos resultados e o restante é retornado para o investidor: R\$ 364 milhões. Já em um caso de retorno preferencial (*preferred return*), o gestor receberia R\$ 40 milhões e o investidor R\$ 360 milhões.

Outro ponto importante a ser discutido é se o fundo adota ou não a cláusula de *catch-up* em sua remuneração. Esse instrumento permite que o gestor e sua equipe sejam pagos mais rapidamente através do recebimento de boa parte da performance logo após o pagamento do *hurdle rate* ao investidor. Para tornar essa compreensão mais palpável é necessário entender que os desinvestimentos das empresas podem ocorrer em momentos bem distintos, em alguns casos pode ser que se passem anos sem que ocorra um desinvestimento a depender das condições de mercado. Assim, é comum que o gestor se preocupe em receber sua remuneração à medida que os desinvestimentos são feitos e não apenas ao final de todos os desinvestimentos.

Como ponto para compreender essa cláusula, no exemplo anterior utilizamos uma taxa mínima de atratividade (*benchmark* ou *hurdle rate*) de 10%. Isso significa que o gestor pode recolher sua performance à medida que os desinvestimentos ocorram depois que o principal (R\$ 200 milhões) + o *hurdle rate* (10% de R\$ 200 milhões) são retornados ao investidor. Dessa forma, tendo em vista que a taxa de performance é de 20%, para cada 1 real desinvestido 20 centavos são do gestor e 80 do investidor. Isso tudo após devolver R\$ 220 milhões ao investidor (principal investido + *hurdle rate*).

4. ENTREVISTAS COM ESPECIALISTAS

O quarto capítulo traz entrevistas realizadas pelo autor desta monografia com especialistas do setor como forma de aprofundar a bibliografia e complementar o conjunto de informações que servirão para identificar as tendências da indústria de Venture Capital. As entrevistas seguem a metodologia de entrevista aberta, utilizada

quando o pesquisador deseja obter o maior número possível de informações sobre determinado tema, segundo a visão do entrevistado, e para obter um maior detalhamento do assunto em questão.

As perguntas englobam diferentes temas para compreender aspectos relevantes da fase atual do ecossistema de Venture Capital brasileiro, bem como traçar sua possível tendência. Para tal, as perguntas focam nos seguintes aspectos (I) Disponibilidade de recursos; (II) Capital humano para atividade em VC; (III) Ambiente de inovação; (IV) Iniciativas de empreendedorismo; (V) Qualificação da mão de obra; (VI) Atuação de grandes corporações; (VII) Principais tendências e direcionalidade da inovação.

a) Gustavo Tedeschi

Gustavo é formado em administração com MBA em Private Equity e Venture Capital pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e pós-graduado pelo programa Ignite da Stanford University. Teve experiências no Lloyds Banking Group em Nova York e na Opus Investimentos. Posteriormente atuou na área de Corporate Finance e M&A do Hotel Urbano, auxiliando em algumas das primeiras grandes captações de fundos de VC no Brasil. Teve experiência como CFO e COO da startup Flapper e atualmente trabalha no fundo de VC MSW Capital.

Entrevistador: Sua primeira experiência com captação de recurso para startups foi em 2015, como era a dinâmica de captação naquela época? De modo geral existia dinheiro disponível para VC e quais as maiores dificuldades?

Gustavo Tedeschi: Eu entrei no mercado na época, trabalhando no Hotel Urbano, fazendo área de M&A e Corporate Finance. Participei da rodada da Série C do Hotel Urbano, que foi com o fundo de Corporate Venture Capital (CVC) da Booking.com. Foi uma captação bastante grande de noventa milhões de dólares com uma dinâmica bastante inusitada. A gente tinha um assessor para essa rodada de investimento e a ideia era trazer um investidor estratégico, por isso a gente decidiu trazer um CVC de empresa que atuava no mesmo segmento e já conhecia as nuances do setor.

Na época o ecossistema tinha uma maturidade diferente, eu diria, principalmente no Brasil. Eram poucos fundos de VCs com atuação no país, a gente

via muitas rodadas de investimento ocorrendo no exterior e o que ocorria no Brasil eram fundos estrangeiros que tinham alguma presença na América Latina. Então essa atuação era muito mais de *players* internacionais do que de fato uma atuação que a gente vê hoje de gestoras locais. Eu acho que as maiores dificuldades da época era trazer as métricas que os gringos olham, trazer essa sofisticação de dados, que é muito comum no mercado lá fora, mas que no Brasil a gente ainda tinha um certo *gap* de trazer informações e essa questão de governança corporativa. O mercado amadureceu muito nesse sentido, principalmente as startups. Nesse sentido, eu diria que a disponibilidade de recursos naquela época era escassa e as poucas fontes vinham do exterior, o que dificultava ainda mais a situação das startups porque elas precisavam convencer o investidor de que seu negócio era rentável, mesmo sem ter todos os dados e estrutura corporativa que os fundos internacionais estavam acostumados.

Entrevistador: Você acredita que ocorreram mudanças substanciais de lá para cá na disponibilidade dos recursos e nas condições para consegui-los?

Gustavo Tedeschi: Com certeza. Eu acho que o mercado evoluiu muito nesse período de sete anos. Passamos por crise, pandemia e outras questões macro e essa conjuntura toda trouxe avanço para o mercado local porque forçou os investidores, sobretudo os institucionais, a olharem para o investimento de risco em inovação. Acho que essa conjuntura toda de fatores trouxe uma evolução para o mercado local, tanto de empreendedores mais qualificados quanto de disponibilidade de recursos através do surgimento de mais fundos de VC e mais dinheiro disponível para investimento em startups.

Entrevistador: A carreira de analista de VC no Brasil é bem recente. Nesses quase 10 anos de mercado, você percebe uma evolução na preparação dos candidatos? Qual a tendência que você enxerga para a formação de novos profissionais no Brasil?

Gustavo Tedeschi: É verdade. Vemos que é uma tendência bastante recente, e eu particularmente vejo cada vez mais candidatos preparados, principalmente com alguma tese específica, conhecimento em determinada tecnologia. Muito disso é fruto de bons candidatos que já trabalharam em startups e já conhecem como funciona o

ecossistema e outra parte vem de uma preparação desses candidatos, que é favorecida pela disponibilidade de informações, algo que não era comum até pouco tempo. Apesar do mercado ainda ser bastante fechado, existem iniciativas que tentam aproximar e trazer talentos para o ecossistema. Acredito que a tendência para formação de novos profissionais em VC deve ser o aumento da competitividade dos candidatos e aumento de exigência por parte dos fundos, é uma tendência natural a medida que a carreira se consolida no Brasil.

Entrevistador: Você acredita que o Brasil pode se tornar uma referência mundial de inovação no médio prazo? Quais as barreiras e oportunidade para isso?

Gustavo Tedeschi: Com certeza. Eu acho que o Brasil tem uma presença enorme já na América Latina e pode caminhar para ter presença mundial, até porque o mercado aqui tem muita semelhança com o padrão que a gente vê na China, em termos de perfil do brasileiro, do consumidor com relação à digitalização. A gente também vê um ecossistema que está mais evoluído em termos de inovação local e não tão importado de outras de outros países. Eu acho que o Brasil está no caminho certo e nossos detratores ainda estão ligados às situações macroeconômicas, à segurança institucional e a dificuldade de empreender no país que geram muita instabilidade tanto para os investidores estrangeiros quanto para os empreendedores locais. Então, eu sinto que se dependesse unicamente do que a gente está desenvolvendo hoje, de inovação que a gente tem hoje, de solução para a economia local e o quanto isso é atrativo para investidores estrangeiros poderíamos cogitar o Brasil como uma referência pelo menos em alguns segmentos. Acho que a gente olha situações, por exemplo, no setor de agro, eu vejo que o Brasil tem total condição de ser um player dominante em setores específicos, pelo menos nesse mercado. Ainda mais fazendo essa inovação para o campo, inovação para outros meios também. A nossa economia tem certas nuances que você não vê em outros países e pode ser exportado, por exemplo, a questão de parcelamento, como isso impacta também a questão de meios de pagamento. Nesse sentido, acho que o Brasil pode ser sim uma referência mundial em inovação, pelo menos em certos setores.

Entrevistador: Como você vê o papel do VC e seus principais desafios dentro de um sistema mais amplo de financiamento da inovação?

Gustavo Tedeschi: Dentro de um contexto de financiamento da inovação, o VC pode assumir diversos papéis a depender do estágio da empresa. Lá no começo ele ajuda na construção do *Product-market-fit (PMF)*, ou seja, um produto que resolva um problema e tenha aderência do mercado. Depois ele financia a construção de uma empresa de verdade em torno do produto através de contratação de mais funcionários, desenho de processos e aquisição de novas estruturas, seguido de escala para a empresa e por aí vai. Então, acho que são vários papéis importantes ao longo da vida de uma empresa. Para mim, a maior dificuldade é que o VC herda o ônus de ter que financiar etapas que muitas vezes não seriam necessárias se o ecossistema de inovação fosse desenvolvido como em outros lugares. Nos EUA, por exemplo, muitas empresas surgem dentro das universidades já com sua pesquisa validada e de certa forma endereçada a um mercado para servir como solução. Aqui no Brasil existe um bloqueio nesse sentido, que impede a interlocução da universidade, do mercado e da sociedade.

Entrevistador: Como você avalia as políticas recentes de estímulo ao VC?

Gustavo Tedeschi: As políticas de estímulo ao VC no Brasil, assim como o mercado, ainda são muito incipientes. Apesar disso, existem alguns progressos em trazer mais segurança jurídica para os investidores, como o Marco Legal das startups de 2021, que estabelece que os investidores-anjo não respondem por dívidas da empresa investida. Isso incentiva mais pessoas físicas a se tornarem investidores-anjo, o que aumenta o capital disponível para as startups em estágio inicial. O Marco Legal das Startups facilita o investimento em empresas em fase de criação, permitindo que investidores realizem aportes de capital sem a necessidade de integrar o quadro societário da empresa. Isso agiliza o processo de investimento, o que o torna mais atrativo para os fundos de Venture Capital.

Entrevistador: Quais são os principais desafios de desenvolvimento da indústria de VC no contexto da economia brasileira?

Gustavo Tedeschi: Eu acredito que no Brasil nós temos um caso muito particular, mas um desafio claro é a falta de segurança institucional. Muitas pessoas não entram e

contribuem nesse negócio porque além da dificuldade natural de se investir em empresas existem as instabilidades políticas, falta de segurança no cumprimento de contratos e demora para realização de execuções, que são ainda mais danosos para startups pois na maioria das vezes não existe espaço para acomodar grandes variações inesperadas e isso pode significar a falência muitas vezes. Além desses fatores institucionais que geram uma aversão à indústria de VC, existe um grande custo de oportunidade por conta das altas taxas de juros que forçam os fundos a se concentrarem em poucos investimentos que realmente vão trazer um retorno razoável para o investidor.

Entrevistador: Você acredita que no médio prazo haverá mais iniciativas relevantes para fomentar o empreendedorismo em inovação tanto da iniciativa pública quanto da iniciativa privada no Brasil?

Gustavo Tedeschi: Eu acho que não vai ter uma iniciativa em específico que vá ser um *game changer*. Já existem diversas iniciativas de frente, tanto da esfera pública quanto privada, a partir de programas de inovação aberta, incentivos governamentais, palestras em eventos. Toda essa questão de trazer mais conhecimento de fato sobre como abrir, gerir e escalar um negócio inovador, que eu acho que falta muito ainda, mas a gente está em uma tendência positiva. Dessa forma, eu vejo como um processo contínuo e gradual, a partir do qual, no médio prazo, ainda estaremos atrás dos principais países, que são referência em inovação no mundo como é o caso dos EUA e Israel, mas com certeza melhor do que hoje e ainda a frente do resto da América Latina.

Entrevistador: Como você enxerga o potencial e os desafios para o VC tendo em vista o marco legal e regulatório vigente?

Gustavo Tedeschi: Algumas regulações recentes já mostraram o potencial do Venture Capital no Brasil quando se implementa um aparato que garante a segurança jurídica, como eu já havia citado o Marco Regulatório das Startups de 2021 regularizou os investimentos para investidores-anjo, trazendo regras e direitos claros. A consequência foi o aumento do investimento nessa modalidade, bem como o surgimento de plataformas de *Equity crowdfunding funding*, que ajudam a democratizar o

investimento em VC. Tendo isso em vista, é fundamental que haja regras claras para destravar valor na indústria de Venture Capital, algo que conversa com os desafios do regulação, pois boa parte dos contratos nesse meio são feitos sob a alcunha de contratos atípicos, quando não existe regulação específica para determinado assunto, ficando assim, sob a tutela das leis do direito civil mais amplamente.

Entrevistador: Você acredita que o Brasil terá estrutura necessária para formar mão de obra qualificada que dê suporte à digitalização dos negócios em um futuro próximo?

Gustavo Tedeschi: Bom ponto, eu acho que tem muito capital humano de qualidade que é exportado, muita gente boa trabalhando para startups no exterior, empreendedores que saem, pois, as condições são mais atrativas lá fora. Mas também acho que muitos desses empreendedores estão voltando para o Brasil e empreendendo localmente. Estamos observando a expansão de formações diretas como faculdades e cursos para suprir a mão de obra em tecnologia, e não somente isso como o próprio ambiente profissional está sendo propício para esses profissionais que estão querendo atuar nesse mercado. Já existem iniciativas de grupos como forma de educar, trazer informação e conhecimento que contribuem para essa digitalização da economia e dos negócios.

Entrevistador: Como você enxerga essa relação das grandes corporações com o investimento em Venture Capital? Você acredita em um estreitamento dessa relação em um futuro próximo?

Gustavo Tedeschi: A inovação para corporação e o que isso tange com relação ao VC deixa muito claro a necessidade das empresas em inovar, cada vez mais vemos empresas tendo que alocar capital financeiro e humano em inovação, não no sentido de aquisição mas no sentido de sinergia da operação entre startups e empresas incumbentes e eu acho que essa reciclagem de conhecimento e tecnologia propicia ganho de eficiência não só no que diz respeito a burocracia e atividades de fundo de escritório, mas também na atividade central da empresa. Nesse sentido, eu vejo o estreitamento como consequência de um mercado cada vez mais competitivo, que demanda muitas vezes uma adaptação rápida e soluções *Just in time*, o que nem

sempre é possível para uma empresa tradicional já com uma estrutura grande e consolidada. Cada vez vai ser mais comum as empresas trazerem suas áreas de CVC e aprenderem a fazer CVC, mas é claro que nem tudo será perfeito e muitas companhias não saberão como estruturar seus veículos e isso tudo faz parte. É necessário que as empresas aprendam a apoiar startups para se reinventar.

Entrevistador: Quais tendências você enxerga para a indústria de Venture Capital no futuro?

Gustavo Tedeschi: Falando de Brasil, acho que tem muita oportunidade em alguns setores chave que lideram a inovação em nível global, como o agro e meios de pagamento, e devem concentrar os investimentos desse novo ciclo. Como muito disso está ligado a inovação e mercados nascentes, eu vejo muito mais gente interessada e disponibilizando recursos para VC, algo que já vem ocorrendo. Além disso, a CVM e outros órgãos estão se mobilizando para criar um ambiente regulatório mais favorável, com regras claras para os fundos de VC, que são recentes no Brasil. Nesse contexto, acho que em suma, acho que as tendências são maior disponibilidade de recursos, regulação mais específica e concentração dos investimentos em alguns setores.

Entrevistador: Em que medida fundos de VC optam por (ou poderiam/deveriam) priorizar certos tipos/perfis de inovação, focadas em áreas específicas ou direcionadas a solucionar problemas específicos?

Gustavo Tedeschi: Isso depende majoritariamente da tese do fundo, mas aqui no Brasil vemos muitos fundos setoriais (que investem exclusivamente em alguns setores) que são destinados à saúde e educação principalmente. Em teoria, quanto maior o problema maior o bônus de resolvê-lo, e nesse sentido esses dois setores apresentam muitas oportunidades. Dessa forma, acredito que os VCs que focam em áreas específicas miram inovações que atacam problemas estruturais da sociedade brasileira, o que faz total sentido.

b) Richard Zeiger

Richard é formado em administração pela PUC-Rio e pós-graduado pela University of California, San Diego. É sócio da gestora de Venture Capital MSW Capital, tendo passagens executivas pela L'Oréal e Merrill Lynch em San Diego. Como empreendedor, foi cofundador da Pointer Market Intelligence, consultoria de pesquisa de mercado com clientes como Ipiranga, Shell, Nissan e Som Livre. Participa de bancas de diversos programas de seleção e mentoria, além de estar presente no Conselho de Administração das seguintes investidas da MSW: Tbit, Car10, Voa educação, Carflix e Olivia.

Entrevistador: Sua primeira experiência com captação de recursos para um fundo de VC foi em 2015, como era a dinâmica de captação naquela época? De modo geral existia dinheiro disponível para VC e quais as maiores dificuldades?

Richard Zeiger: Captar um primeiro fundo é uma das coisas mais difíceis de se fazer nesse mercado. Nesse sentido, a dinâmica foi perceber uma oportunidade em um mercado que já existia, mas em um lugar de nicho que era com as corporações que queriam fazer Venture Capital, mas não tinham equipe dentro de casa. Esse foi o jeito que encontramos para nos distinguir, falando de forma simples, colocar um produto novo para o mercado que é um fundo multicorporativo, a partir do qual nós trazemos as corporações com suas demandas de venture capital, inovação e tudo mais para co investirem juntas. A dinâmica foi ir batendo na porta das grandes corporações que nós imaginávamos que teriam demanda para fazer investimento em startup. Nisso nós fomos em mais de 100 empresas e algumas delas toparam fazer investimento, mas foi bastante sofrido fazer isso caminhar. De forma geral, a disponibilidade de recursos em 2015 era bastante restrita, porque Venture Capital era uma classe de ativo ainda muito pouco falada, ainda que existissem algumas gestoras nesse início, era um momento muito difícil. Nós tínhamos que fazer muita educação para que os investidores entendessem o nosso produto.

Entrevistador: Você acredita que ocorreram mudanças substanciais de lá para cá na disponibilidade dos recursos e nas condições para consegui-los?

Richard Zeiger: Mudou muito, o que aconteceu é que o mercado como um todo aprendeu sobre essa classe de ativos que é o Venture Capital. De 2017 a 2020, isso cresceu muito e nós, de certa forma, ainda surfamos a onda das corporações que estavam começando a entrar nesse mercado e ainda estão em um começo de ciclo de fazer investimento em VC. Logo após a pandemia, essa virou uma das classes de ativo mais interessantes por conta da queda dos juros. Então, respondendo objetivamente, a situação melhorou muito em condições e recursos, porque a classe de ativos passou a ser mais conhecida e palatável diante do olhar dos investidores.

Entrevistador: A carreira de analista de VC no Brasil é bem recente. Nesses quase 10 anos de mercado, você percebe uma evolução na preparação dos candidatos? Qual a tendência que você enxerga para a formação de novos profissionais no Brasil?

Richard Zeiger: O que nós ouvimos dos candidatos é que ainda é muito difícil adentrar em uma gestora e perseguir uma carreira até se tornar sócio, mas não vejo isso como algo tão complexo, principalmente por estarmos no Rio de Janeiro, onde a competitividade é um pouco menor. Existem pouquíssimas casas (gestoras), mas boa parte delas sempre precisa de recursos (humanos), pessoas que sempre tragam novas competências. Eu penso que é uma carreira que evolui junto do mercado em si, ainda muito recente no Brasil. Do ponto de vista de contratante, ainda é difícil achar gente, então nós temos que formar gente. Nossa papel aqui e do mercado como um todo ainda é muito de formação de gente. Apesar disso, tem surgido iniciativas como ligas nas universidades e Fellowships para as pessoas se educarem sobre o assunto e criarem conexões para perseguir essa carreira, faz parte do amadurecimento do mercado.

Entrevistador: Você acredita que o Brasil pode se tornar uma referência mundial de inovação no médio prazo? Quais as barreiras e oportunidade para isso?

Richard Zeiger: Acho que já se tornou. Nós tivemos uma grande virada de jogo aqui, muito atribuída à chegada do Softbank (grande banco japonês), que criou uma série de unicórnios, alguns até de forma artificial, mas que colocou o Brasil no radar dos ecossistemas de empreendedorismo mundial. Antes o gringo olhava para cá e via um ambiente inóspito, ninguém queria vir e fazer negócios com startups, eram

pouquíssimos. Nesse contexto, o Softbank fez uma bagunça, no sentido de investir muito dinheiro, muito rápido e em muitas empresas, o que contribuiu para colocar o Brasil nos holofotes do Venture Capital internacional e abrir o caminho para outros *players* olharem para o país. Nesse curto espaço de tempo tivemos startups listadas em bolsa e empresas compradas por investidores estratégicos com valor acima de US\$ 1 bilhão, como é caso mais recente da aquisição da Pismo pela Visa. Por conta de tudo isso, eu não vejo mais o Brasil como um simples *copycat*, que olha o que o gringo está fazendo e faz algo parecido por aqui e torce para que esse gringo venha para o Brasil e compre sua operação local para encurtar caminho. Acho que a gente já viveu bastante essa fase, mas já passamos disso. Hoje o empreendedor brasileiro cria soluções globais com capacidade de inovação tremenda, em modelo de negócios principalmente, talvez não ainda em coisas *hard science* e *high tech*, mas o próximo passo é esse.

Entrevistador: Como você vê o papel do VC e seus principais desafios dentro de um sistema mais amplo de financiamento da inovação?

Richard Zeiger: Eu vejo o VC ocupando um papel fundamental no financiamento da inovação em praticamente todo o começo e meio de jornada da maioria das companhias, pois é o VC que faz a empresa parar de pé enquanto ela ainda não atingiu um equilíbrio financeiro em seu começo, bem como é o VC que ajuda a empresa a escalar sua operação e lançar novos produtos mesmo quando a empresa já roda no positivo. Dentre as maiores dificuldades, eu vejo a falta de fundos em estágios mais avançados como séries C, D e E e por conta disso muitas empresas pulam etapas e vão direto para o IPO sem estarem preparadas em diversos aspectos como governança corporativa, produto ou a própria estrutura de custos de se ter uma empresa aberta. Isso é ruim, porque muitas vezes a empresa tem uma solução inovadora, mas se atrapalha e não consegue atingir seu potencial exatamente por haver um buraco no ecossistema de financiamento da inovação.

Entrevistador: Como você avalia as políticas recentes de estímulo ao VC?

Richard Zeiger: Eu ainda tenho dificuldade de enxergar políticas de estímulo direto ao VC. Na maioria das vezes o que observamos são iniciativas de estímulo à inovação e às startups, o que acaba beneficiando o ambiente de VC, mas não exerce um impacto direto nos fundos. Nesse sentido, acho que é algo bastante incipiente no Brasil, mas que deve se desenvolver junto com o mercado.

Entrevistador: Quais são os principais desafios de desenvolvimento da indústria de VC no contexto da economia brasileira?

Richard Zeiger: Podemos citar alguns, a indústria de Venture Capital no Brasil é relativamente menor se comparado a grandes economias, como os Estados Unidos. Isso pode limitar as oportunidades de saída para os investidores, tornando o processo de saída por meio de IPOs ou aquisições mais desafiadoras e como os fundos têm prazo para acabar isso se torna uma questão. Além disso, procedimentos complexos e demorados podem afetar a velocidade e a eficiência dos investimentos. É comum que as startups rodem com 18 meses de *runway* (tempo para os recursos da empresa acabarem), sendo que algumas rodadas de investimento podem demorar 6 meses.

Entrevistador: Você acredita que no médio prazo haverá mais iniciativas relevantes para fomentar o empreendedorismo em inovação tanto da iniciativa pública quanto da iniciativa privada no Brasil?

Richard Zeiger: Tenho visto iniciativas interessantes acontecerem, principalmente no Rio de Janeiro, como o Porto Maravallely e o surgimento de diversos *hubs* de discussão e capacitação como é o MIT Reap que foca na área de energia, do qual fazemos parte. Um dos maiores indicadores disso é a quantidade de recursos que vemos sendo injetado, não só do privado, mas também do próprio público, como recentemente vimos o BNDES fazendo chamadas para seus fundos de VC e a FINEP voltando a investir. Ainda que no VC estejamos vendo globalmente uma perspectiva um pouco mais negativa em função do setor de tecnologia que foi muito penalizado no ano passado, eu vejo que o Brasil está passando por um momento positivo de construção de ecossistema, não estamos em um momento de seca, ainda temos muitos fundos com dinheiro que foi comprometido e ainda não foi integralizado, algo

em torno de R\$ 16 bilhões só no Brasil, fora os recursos públicos que ajudam nos estágios mais iniciais.

Entrevistador: Como você enxerga o potencial e os desafios para o VC tendo em vista o marco legal e regulatório vigente?

Richard Zeiger: A regulação recente é uma das responsáveis pelo crescimento da indústria de Venture Capital no Brasil. Bastante coisa já foi feita com a criação dos FIPs e do Marco Legal das Startups entre outras coisas, mas a regulação não é clara sobre alguns aspectos do investimento em startups, o que pode gerar incertezas para os investidores e até desentendimento passível de discussão judicial. São nesses pontos que os reguladores precisam focar para trazer mais clareza a todos os envolvidos na indústria.

Entrevistador: Você acredita que o Brasil terá estrutura necessária para formar mão de obra qualificada que dê suporte à digitalização dos negócios em um futuro próximo?

Richard Zeiger: Esse sem dúvidas é um gargalo de formação STEM (*Science, Technology, Engineering and mathematics*). Dinheiro já não é mais tão problema, o gargalo de fato está na carência de profissionais da área de tecnologia e informação. O lado positivo é que já vemos escolas voltadas para isso e até as próprias escolas já incumbentes se mobilizando para formar gente nessas carreiras. Acredito que isso vai vir naturalmente e acontecer apesar de demorar um pouco mais.

Entrevistador: Como você enxerga essa relação das grandes corporações com o investimento em Venture Capital? Você acredita em um estreitamento dessa relação em um futuro próximo?

Richard Zeiger: Nós acreditamos muito nisso. O mercado de Corporate Venture Capital (CVC) está em crescimento acelerado, em apenas dois anos já foram comprometidos mais de US\$ 1 bilhão de investimento em startups. Acho que nós estamos vivendo o melhor momento e é apenas o começo. Isso não é uma tendência, mas sim um mercado novo se criando, que tem muito espaço no Brasil.

Entrevistador: Quais tendências você enxerga para a indústria de Venture Capital no futuro?

Richard Zeiger: Uma tendência que muitas pessoas falaram e já aconteceu é a democratização dessa classe de ativo para pessoas físicas através de plataformas de *Equity crowdfunding*, algo que pode ser mais intensificado pela possibilidade de tokenizar ativos, que tem sido objeto de investimento das empresas e debate dos reguladores. Além disso, uma tendência que eu vejo é o investimento em tecnologias mais *deep tech*, principalmente pelo entusiasmo com as possibilidades da inteligência artificial, que inclusive vai tornar cada vez mais barata a construção de soluções e produtos. Se tem uma tendência que eu acredito muito no Venture Capital nesse momento é que a construção de equipes vai se tornar muito mais barata com times menores, menos dinheiro e cheques menores.

Entrevistador: Em que medida fundos de VC optam por (ou poderiam/deveriam) priorizar certos tipos/perfis de inovação, focadas em áreas específicas ou direcionadas a solucionar problemas específicos?

Richard Zeiger: Primeiramente os fundos focam na tese deles, que pode ser transição energética, software, *deep tech*, seguros, enfim, tudo aquilo que o fundo se propõe a investir quando escreve o seu prospecto. A partir daí, eu acredito que o trabalho não parte tanto de problemas específicos já previamente imaginados pelo gestor, mas sim a partir das pessoas com um determinado perfil que se propõe a atacar um problema. Normalmente, um perfil de empreendedor desejado é aquele que já mostrou sua capacidade de execução em experiências anteriores, conhece profundamente o negócio, sabe lidar com pessoas e fazer muito com pouco. Esses são alguns pontos que podem parecer genéricos, mas que ajudam muito na hora de executar um projeto.

CONCLUSÃO

Evidencia-se, portanto, que o mercado de Venture Capital no Brasil, apesar de recente e ainda em construção apresenta potencial relevante para se tornar um dos principais ecossistemas de inovação do mundo. Nesse contexto, a atuação tanto da iniciativa pública quanto privada se faz necessária em aspectos que vão desde a regulamentação que assegure a segurança jurídica dos negócios até a construção de um ambiente propício para realização de empreendimentos em inovação.

Dentre as tendências da indústria de Venture Capital para o médio prazo delineadas a partir dos estudos bibliográficos e das entrevistas realizadas, destacam-se: (I) O aumento da disponibilidade de recursos a serem investidos nessa indústria, bem como atuação de mais players nacionais nesse segmento em detrimento dos fundos internacionais, como costumava ser há 15 anos; (II) Maior profissionalização da carreira de analista de Venture Capital a medida que o mercado evolui, criam-se ligas de capacitação dentro das universidades, fellowships e associações para difusão do conhecimento acerca dessa indústria e principalmente amadurecimento dos fundos recém-criados a partir do conhecimento tácito adquirido da prática de Venture Capital ao longo dos anos; (III) O ecossistema de financiamento da inovação ainda carece de agentes que atuem em estágios mais avançados das startups; (IV) Criação de leis e instruções mais específicas para a indústria de VC que ocupem os espaços ainda vazios da regulação; (V) Desafios para o desenvolvimento da indústria de VC ainda relativos à instabilidade política e econômica do país; (VI) Aprofundamento da percepção do Brasil como uma referência internacional de inovação perante à outros países, mas retardada por detratores como a falta de segurança institucional e a instabilidade política; (VII) Surgimento de mais iniciativas que fomentem o empreendedorismo e a inovação em âmbito nacional no médio prazo, porém estas medidas não devem ser suficientes para criar um ecossistema consolidado no período de tempo analisado; (VIII) Aumento gradual da disponibilidade de mão de obra qualificada para digitalização dos negócios, mas que ainda deve suscitar alguns gargalos no médio prazo; (IX) Estreitamento da relação das grandes corporações com Venture Capital; (X) Aprofundamento da democratização do investimento em VC por pessoas físicas via plataformas e tokenização de ativos, (XI) Operação mais enxuta por parte das startups por conta da adoção de tecnologias escaláveis como a inteligência artificial; (XII) Destaque de setores onde o Brasil possui vantagem

competitiva tecnológica como meios de pagamento e agronegócio; (XIII) Concentração da inovação em setores com problemas estruturais crônicos.

REFERÊNCIAS

- ABREU, P; CAMPOS, N. **O Panorama das Aceleradoras de Startups no Brasil;** FGV; 2016.
- FGV-CEPE; **A indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro,** 2011.
- FURTADO, C; RAMALHO, C; **Abnormal Returns of PE/VC-backed IPOs in Brazil;** GVcepe Working Paper; 2010.
- FREEMAN, C. **Technology policy and economic performance - lessons from Japan.** Londres: Frances Pinter, 1987.
- GOMPERS, P. A., & LERNER, J. **The venture capital cycle.** MIT Press. 2016.
- GORMAN, MICHAEL; Sahlman, William. **What Do Venture Capitalists Do?** University of Illionis Publishing, 1989.
- KAMEYAMA, Rui. **Uma Visão Geral das Atividades de Private Equity,** 2001.
- KHAN, MELO, MATOS. **Financing Innovation.** Routledge. 2013.
- LASTRES, H. M. M.; CASSIOLATO, J. E. Sistemas de inovação e arranjos produtivos locais: novas estratégias para promover. **Revista Ciências Administrativas**, [S. l.], v. 14, n. 2, 2009.
- Latin America Private Equity & Venture Capital Association. **Industry Data & Analysis**, 2010.
- LEONEL, Solange. O papel e as contribuições da indústria de Venture Capital no Brasil. **Revista Economia Ensaios**. 33, 2019.
- LUNDVALL B. **Innovation as an interactive process: from user-producer interaction to the national system of innovation.** in Dosi et al. Technical Change and Economic Theory. 1988.
- MELO, Luiz; RAPINI, Márcia. **Financing innovation in Brazil:** empirical evidence and implicit S&T policy. Belo Horizonte: UFMG/CEDEPLAR, 2012.
- MEIRELLES, J.L.F. et al. **Venture capital e private equity no Brasil:** alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. Gestão & Produção, 2008.
- METRICK, ANDREW, YASUDA, AYAKO. **Venture Capital & The Finance of Innovation**, John Wiley & Sons, Inc, 2007.

ORENSTEIN, Leila. **Venture Capital: Uma Visão Geral**. 2013. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2013.

PAVAN, Renato. **Venture Capital no Brasil: Visão geral e perspectivas**. 2018. Monografia (Graduação em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo. 2018.

RAMALHO, Caio et al. **Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores**, 2011.

RAMSINGHANI, Mahendra. **The Business of Venture Capital**, John Wiley & Sons, Inc, 2011.

ROSSI, Luiz Egydio. **Manual de Private Equity e Venture Capital**. Passos Para Atração de Investidores e Alocação de Recursos. Atlas. 2010.

ZERVOS, S. Stock, Markets, Banks and Economic Growth. **American Economic Review**, 1998.