FUNDAÇÃO DOM CABRAL

Mestrado Profissional em Administração

PORTFÓLIOS DE FUNDOS DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL: Análises de Investimentos no *Late Stage* e Impactos no Ecossistema Brasileiro.

Marcus Vinicius Menezes Cardoso

Nova Lima

2021

Marcus Vinicius Menezes Cardoso

PORTFÓLIOS DE FUNDOS DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL: Análises de Investimentos no *Late Stage* e Impactos no Ecossistema Brasileiro.

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração da Fundação Dom Cabral como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia

Linha de Pesquisa: Estratégia

Orientador: Dr. Hugo Ferreira Braga Tadeu

Nova Lima

2021

FICHA CATALOGRÁFICA
Elaborada pela Biblioteca Walther Moreira Salles
Fundação Dom Cabral

Cardoso, Marcus Vinicius Menezes
C268v Venture capital no Brasil : as percepções dos gestores de fundos de VC sobre a baixa participação dos fundos domésticos nos investimentos de *Late Stage* / Marcus Vinicius Menezes Cardoso. - Nova Lima, 2021.
[Documento Eletrônico]

Orientador: Prof. Dr. Hugo Ferreira Braga Tadeu
Dissertação (Mestrado) – Fundação Dom Cabral. Programa de Mestrado Profissional em Administração.

1. Estratégia. 2. Empresas novas. 3. Investimentos. I. Tadeu, Hugo Ferreira Braga de. II. Fundação Dom Cabral. Programa de Mestrado Profissional em Administração. III. Título.

CDU: 355.43

Bibliotecária: Daiane Campos Procópio – CRB 6/3215

Marcus Vinicius Menezes Cardoso

PORTFÓLIOS DE FUNDOS DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL: Análises de Investimentos no *Late Stage* e Impactos no Ecossistema Brasileiro.

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração da Fundação Dom Cabral como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia

Linha de Pesquisa: Estratégia

Orientador: Dr. Hugo Ferreira Braga Tadeu

Banca examinadora:

_____
Prof. Dr. Hugo Ferreira Braga Tadeu

_____
Prof. Dr. Marcelo Nakagawa – INSPER

_____
Prof. Dr. Paulo Renato de Sousa - FDC

_____
Prof. Dr. Paulo Tarso Vilela de Resende - FDC

Nova Lima, 30 de setembro de 2021

Aos meus pais, José Carlos *(in Memorium)* e Regina,
por todo amor, apoio e suporte.
A minha mãe do coração, Ana,
por todo carinho e dedicação.
Às minhas irmãs, Renata e Anelise *(in Memorium)*,
pela amizade, amor e incentivo.
À minha esposa, Letícia,
pelo apoio, paciência, privação e amor ao longo dessa jornada
Aos meus filhos, Pedro Henrique e João Vitor,
pela compreensão da ausência e por me inspirarem.

“A simplicidade é a suprema sofisticação.”

Leonardo da Vinci

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Hugo Ferreira Braga Tadeu, pelas contribuições.

A Matheus Andrade, por todo apoio, mentoria e paciência. A jornada teria sido bem mais difícil sem a sua mentoria.

Ao iFood e Diego Barreto, meu líder, sem o seu apoio, suporte e incentivo, talvez esse projeto tivesse que ser adiado, mais uma vez.

Ao corpo administrativo da Fundação Dom Cabral, especialmente a Cinthia Amado e Leonardo Assunção, que sempre me apoiaram prontamente em cada detalhe com muito profissionalismo e empatia.

Aos meus colegas de Mestrado, que muito me suportaram ao longo desta jornada, sobretudo a Turma da Van. Sem o apoio de vocês, teria sido ainda mais difícil.

À minha família e aos amigos, que, mais do que terem me incentivado, torceram e muito para o atingimento deste triunfo, especialmente a minha esposa e aos meus filhos, que se sacrificaram em prol da realização de um sonho.

RESUMO

Nas últimas décadas, a indústria de *Venture Capital* (VC) vem ganhando cada vez mais protagonismo no cenário mundial e tem provocado profundas alterações nos mercados globais de capitais, principalmente depois da ascensão das *Bigtechs*, que em apenas dez anos desbancaram as indústrias tradicionais. Essas companhias de uso intensivo de capital figuravam há décadas como as empresas mais valiosas do globo. Esse protagonismo foi empreendido à custa de geração de inovação tecnológica, combinada com modelos escaláveis, replicáveis, que permitem crescimento exponencial. Essas empresas disputaram seus mercados resolvendo grandes problemas do cotidiano. Todas têm em comum o fato de terem sido financiadas por VC nos seus primórdios, quando ainda eram empresas de garagem. Essa revolução não ficou restrita aos EUA e se espalhou por todo o Globo, liderados principalmente por Europa e China, na Ásia. No Brasil, com um certo atraso em relação ao mercado americano, a indústria de VC vem quebrando seguidos recordes em volumes de investimento, o que tem atraído cada vez mais a atenção de grandes investidores globais. É inegável que grande parte desse sucesso pode ser atribuído à aquisição da 99 pela Didi, em 2019, que configurou o primeiro unicórnio brasileiro e colocou o país definitivamente no mapa das gestoras de VC globais. Apesar de todo esse desenvolvimento, nota-se que as gestoras domésticas são responsáveis pela maior parte dos investimentos na indústria, no entanto, possuem uma tímida participação nos investimentos em empreendimentos mais maduros. Portanto, o objeto desta pesquisa foi explorar por meio de pesquisa qualitativa as principais barreiras encontradas pelas VC domésticas para avançarem sua participação nos empreendimentos mais maduros. Felizmente, essa ausência de participação nos estágios mais maduros não representa uma ameaça ao ecossistema brasileiro, ao contrário, é parte da sua evolução.

Palavras-chave: *Venture capital. Startups. Portfólio. Late Stage*

ABSTRACT

In recent decades, the Venture Capital (VC) industry has been gaining more and more prominence on the world stage and has caused profound changes in global capital markets, especially after the rise of Bigtechs, which in just ten years surpassed traditional industries. These capital-intensive companies have figured for decades as the most valuable companies on the globe. This protagonism was undertaken at the expense of generating technological innovation, combined with scalable, replicable models that allow for exponential growth. These companies competed for their markets solving major ordinary problems. All these companies have in common, the fact that they were financed by VC in their infancy, when they were still garage companies. This revolution was not restricted to the US and spread across the globe, led mainly by Europe and China in Asia. In Brazil, with a certain delay in relation to the USA market, the VC industry has been breaking consecutive records in investment volumes, which has increasingly attracted the attention of large global investors. It is undeniable that a large part of this success can be attributed to the acquisition of 99 by Didi in 2019, which created the first Brazilian unicorn, and placed the country definitively on the map of global VC managers. Despite all this development, it is noted that domestic managers are responsible for most investments in the industry, however they have a timid participation in investments in more mature stages. Therefore, the object of this research was to explore, through qualitative research, the main barriers encountered by domestic VCs to advance their participation in more mature ventures. Fortunately, this lack of participation in the more mature stages does not represent a threat to the Brazilian ecosystem, on the contrary, it is part of its evolution.

Keywords: *Venture capital. Startups. Portfolio. Late Stage.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Hierarquia das LPs **26**
Figura 2 – Ciclos da Indústria de VC **28**

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Participação de Investidores Estrangeiros em Rodadas de Financiamento por Estágio 19

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estágios de financiamento em patrimônio de empresas privadas 38

Quadro 2 – Comparativo dos estágios EUA e Brasil 41

Quadro 3 – Relação de entrevistas 46

Quadro 4 – Perfil dos Entrevistados 50

Quadro 5 – Visão geral sobre o mercado de VC no Brasil 51

Quadro 6 – As principais barreiras encontradas na captação 54

Quadro 7 – Vantagens das VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento 56

Quadro 8 – Estrutura Legal do Fundo, Ciclo de Vida e Prazo Médio do Fundo 58

Quadro 9 – Vantagens das VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento 59

Quadro 10 – Composição de Portfólio e Fatores Decisivos de Investimento 61

Quadro 11 – Sindicato e Estágio de Maturidade dos Fundos 65

Quadro 12 – Ausência dos fundos domésticos no *late stage,* quais as barreiras e implicações 67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – *Top* 10 companhias globais listadas nos períodos de 2009 e 2019 **17**
Tabela 2 – Resultado da busca em portais de periódicos **20**
Tabela 3 – *Top* 10 companhias listadas no Brasil **21**
Tabela 4 – Valores médios por aporte de acordo com os estágios **41**

LISTA DE ABREVIATURAS

ABVCAP	Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture capital*
B3	B3 S.A Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores do Brasil (antiga BOVESPA)
Cap Table	Tabela de Capitalização
CVC	*Corporate Venture capital*
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FIP	Fundo de Investimento em Participações
GP	*General Partner* (Sociedade Geral)
IPO	Oferta Pública Inicial (Oferta Pública de Aquisição – OPA)
LPs	*Limited Partnership* (Sociedades Limitadas)
M&A	Fusões e Aquisições
PE	*Private Equity*
PEVC	*Private Equity* e *VC*
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	Retorno sobre o Ativo
SaaS	*Software as a Service*
SEC	*Security Commission Exchange*
TAM	*Total Addressable Market* (Mercado Endereçável Total)
VC	*Venture capital*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO **15**
1.1 Problema de Pesquisa **15**
1.2 Justificativa de pesquisa **20**
1.3 Objetivos **22**
2 REFERENCIAL TEÓRICO **23**
2.1 Desenvolvimento da indústria de VC no Mundo **23**
2.2 Estrutura de VC **26**
2.3 Os Ciclos da Indústria de VC **27**
2.4 Estágios de VC **38**
3 METODOLOGIA **45**
3.1 Estratégia de Coleta de Dados **46**
3.2 Estratégia de Análise de Dados **47**
4 ANÁLISE DE DADOS **49**
4.1 Perfil dos Entrevistados **49**
4.2 Análise das Entrevistas **51**
4.2.1 Visão Geral sobre o Mercado de VC no Brasil e as Barreiras encontradas ***51***
4.2.2 Vantagens das VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento ***55***
4.2.3 Estruturação do fundo, ciclo de vida e prazo de duração ***57***
4.2.4 A Importância do Exiting ***59***
4.2.5 Composição de Portfólio e Fatores Decisivos de Investimento ***61***
4.2.6 Consórcio e Estágio de Maturidade dos Fundos ***64***
4.2.7 A ausência dos fundos domésticos no late stage, quais as barreiras e implicações ***66***
5 CONCLUSÃO **72**
REFERÊNCIAS **75**
APÊNDICE A – Roteiro de Entrevista em Profundidade **83**
APÊNDICE B – Quadro de Roteiro de Perguntas de Pesquisa **86**

1 INTRODUÇÃO

1.1 Problema de Pesquisa

Nas últimas décadas, a indústria de VC vem provocando mudanças profundas no mercado de capitais global, resultando na ascensão das *big-techs*, que desbancaram as companhias tradicionais de uso intensivo de capital (petróleo, siderurgia, construção civil, ferrovia e bancária) da posição de empresas mais valiosas do globo. Essa ascensão é o resultado da combinação da globalização com a aceleração da inovação tecnológica (Drover *et al.*, 2017; Chemmanur *et al.*, 2010; Hellmann & Puri, 2000, Gompers & Lerner 1997, 1998, 2000).

Com o fenômeno da globalização e da aceleração da inovação tecnológica, a economia global é cada vez mais dependente das fontes de conhecimento, e esses fatores têm afetado significativamente o financiamento corporativo nas últimas décadas, tornando-se um dos mais importantes vetores de competitividade e de crescimento econômico de longo prazo (Chemmanur & Fulghieri, 2014; Kortum & Lerner, 2000; Panda, 2012; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Brav & Gompers, 1997, Gompers & Lerner 1997, 1998, 2000; Drover *et al.*, 2017; Lerner, 2002, 2012).

Neste sentido, o termo financiamento implica a disponibilidade de recursos para financiar uma determinada empresa ao longo de sua vida. Dependendo da fonte de financiamento, o impacto gerado no custo de capital pode ser significativo, tornando-se uma das principais barreiras para inviabilizar um determinado empreendimento (Chemmanur & Fulghieri, 2014; Gompers & Lerner, 1998, 2000, 2004; Kortum & Lerner, 2000; Panda, 2012; Brav e Gompers, 1997; Lerner 2012).

As *startups* são empreendimentos de alto risco, com alto potencial de retorno, e que apresentam uma assimetria de informações entre os empreendedores (fundadores) e as fontes de financiamento tradicionais (Gompers & Lerner, 1998, 2000; Goompers, 2002; Drover *et al*., 2017; Reverte & Badillo, 2019; Connelly, Certo, Ireland & Reutzel, 2011; Cuming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991).

Por outro lado, dificilmente um empreendedor teria recursos suficientes para promover o desenvolvimento do seu empreendimento sem uma fonte de financiamento, e, normalmente, esses empreendimentos, em sua gênese, são caracterizados por uma parcela significativa de ativos intangíveis, com geração negativa de caixa e uma alta taxa de incerteza quanto ao sucesso do empreendimento, impossibilitando captação por meio das fontes tradicionais de

financiamento (Gompers & Lerner, 1998, 2000, 2002; Chen *et al.,* 2009; Lerner & Schoar, 2004; Denis, 2004).

Alternativamente, o mercado financeiro encontrou meios de eliminar essas principais barreiras ao financiamento de *startups*, criando mecanismos de financiamentos por meio de emissão de instrumentos patrimoniais, conhecidos como capital de risco (VC). Nesta modalidade, a VC torna-se sócia capitalista do empreendimento (Hellmann & Puri, 2000; Gompers & Lerner 1998, 1999, 2000; Chemmanur & Fulghieri, 2014; Drover *et al.*, 2017), assumindo uma postura mais tolerante ao risco, quando comparada aos mecanismos de financiamentos tradicionais.

Portanto, considerando esses aspectos, o VC tornou-se, talvez, a principal fonte de financiamento de *startups* que apresentam em seu plano de negócios uma possibilidade de crescimento exponencial, replicável e escalável, normalmente embarcando muita inovação, e que, por sua vez, permita às VCs uma alta expectativa de retorno do capital investido. *Startups* de sucesso têm em seu cerne o propósito de resolverem um problema grande para a sociedade por meio da aplicação de tecnologia (Gompers & Lerner, 2000, 1998; Drover *et al.,* 2017; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Bernstein, Xavier, & Towsend*,* 2016*;* Kaplan & Schoar, 2005; Harris, Jenkinson, & Kaplan*.,* 2014; Hellmann & Puri, 2000).

Nesse contexto, a indústria de VC elimina algumas das principais barreiras que poderiam impactar o investimento em *startups,* reduzindo os custos de transação, por meio da eliminação ou redução dos principais entraves, tais como a questão de assimetria de informação, falta de histórico de lucratividade e geração negativa de caixa. (Gompers & Lerner, 1998, 2000, Gompers, 2002; Drover *et al*., 2017; Reverte & Badillo, 2019; Connelly, Grant, & Suchard, 2005; Cuming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991).

Não obstante, a literatura revela que o sucesso de um empreendimento deve ser medido, principalmente, pelo retorno financeiro que remunera seus investidores (Teece, 1980, 1982; Chemmanur & Fulghieri, 2014; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016). Neste contexto, as *startups* desempenham um papel crítico na economia, pois, ao promoverem inovação, produzem crescimento econômico exponencial, impactando positivamente a geração de empregos, criação de novos mercados e geração de riqueza, conforme retratado por Schumpeter (1942) em sua obra seminal da Destruição Criativa.

Essa indústria teve sua importância amplificada, nas últimas três décadas, quando as VCs estiveram presentes no financiamento das *bigtechs*, e estas ainda eram conhecidas como meras empresas de garagem, incluindo, mas não se limitando, a Apple, Microsoft, Google, Amazon, Facebook, Netflix etc. (Gompers & Lerner, 1998, 2000). Conforme publicação da

Financial Times Global 500, ao final de 2019, sete das dez maiores empresas globais eram do setor de tecnologia, enquanto, em 2009, apenas uma década atrás, somente Apple e Microsoft figuravam nessa lista (Tabela 1).

Tabela 1 – *Top* 10 companhias globais listadas nos períodos de 2009 e 2019

#	2019	Setor	País	USD Bilhões		2009	Setor	País	USD Bilhões
1	**Apple**	**Tech**	**EUA**	**1.305**		Petrochina	Petróleo	China	353
2	**Microsoft**	**Tech**	**EUA**	**1.203**		Exxon Mobil	Petróleo	EUA	324
3	**Alphabet**	**Tech**	**EUA**	**922**		**Microsoft**	**Tech**	**EUA**	**271**
4	**Amazon**	**Tech**	**EUA**	**916**		ICBC	Petróleo	China	269
5	**Facebook**	**Tech**	**EUA**	**585**		Walmart	Varejo	EUA	204
6	**Alibaba**	**Tech**	**China**	**569**		CCB	Petróleo	EUA	201
7	Berkshire Hathaway	Financeira	EUA	554		BHP Billiton	Petróleo	Austrália	200
8	**Tencent**	**Tech**	**China**	**461**		HSBC	Petróleo	UK	199
9	JP Morgan & Chase	Financeira	EUA	437		Petrobras	Petróleo	Brasil	198
10	Visa	Financeira	EUA	417		**Apple**	**Tech**	**EUA**	**190**

Fonte: Adaptado de Financial Times 500 (2020).

Ademais, um estudo do The Economic Impact of Venture capital: Evidence from Public Companies (2015), analisou o impacto das VCs na economia dos EUA, por meio de coleta das informações de todas as empresas públicas fundadas após 1974, e revelou que das 1.339 empresas americanas que realizaram IPO entre 1974 e 2015, 556 (42%) foram suportadas por VCs e representaram 63% da capitalização de mercado. Essa pesquisa demonstra que as empresas suportadas por VC têm uma maior chance de se tornarem públicas.

A expansão da indústria de VC não ficou restrita somente aos EUA, espalhando-se também pela Ásia, liderada pela China, e pela Europa. Em 1991, o investimento em VC fora dos EUA representava apenas 10%, tendo alcançado 22,7% em 2008. Já sob a lente do investimento em economias emergentes, o aumento foi ainda mais expressivo e saltou de 8,7% para 56%, em igual período (Chemmanur & Fulghieri, 2014; Kortum & Lerner, 2000; Drover *et al.*, 2017).

No caso do Brasil, Tuomi e Castro Neto (2013) retratam que a indústria de VC também teve um importante avanço no país, que se refletiu no aumento do número de fundos de VC,

que saltou de 9 fundos, em 1994, para 180 fundos em 2012. Não obstante, conforme publicação de 2020 da Consolidação de Dados da Indústria de PEVC no Brasil (ABVCAP), em 2019, a indústria de VC no Brasil atingiu o investimento total recorde de R$ 31,4 bilhões (2018 - R$ 16,6 bilhões) e R$ 5,1 bilhões de capital disponível para investimento.

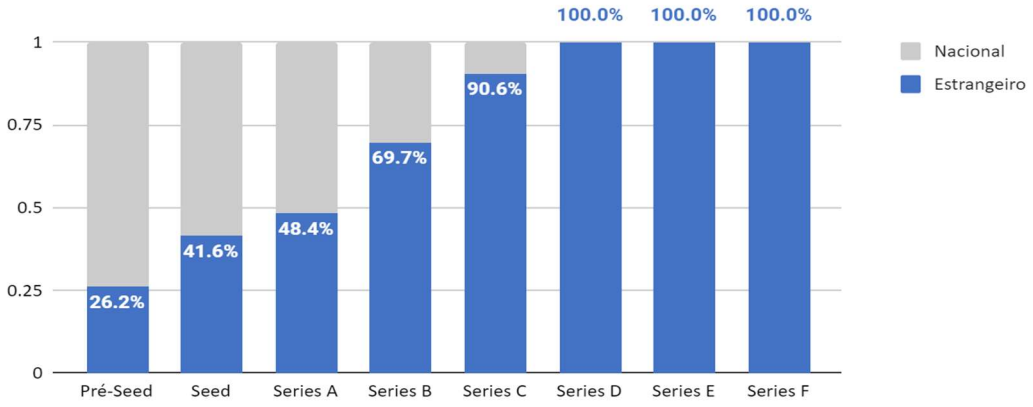
Adicionalmente, ainda de acordo com a retromencionada publicação, a indústria de VC no Brasil tem se mostrado bastante resiliente, e, apesar da crise econômica que assola o país desde 2014, o volume investido tem crescido exponencialmente, e não à toa, o total captado em 2019 equivale a um volume 6 vezes maior do que foi captado em 2015 e 2 vezes superior ao volume captado em 2018, que foi de R$ 16,6 bilhões.

De acordo com a literatura, o aumento do volume de financiamento às *startups* pode ser identificado como uma das principais alavancas para a retomada econômica do Brasil (Tuomi & Castro Neto, 2013; Carvalho, Galluci Neto, & Sampaio, 2014), bem como a correlação positiva entre o volume de captação de VC com o aumento da atividade econômica (Chemmanur & Fulghieri, 2014; Gompers & Lerner, 1998, 2000).

Conforme dados da Inside VC - Distrito (1º Sem/2020), no primeiro semestre de 2020 haviam sido contabilizados 12 unicórnios brasileiros (empresas cujo valor de mercado é superior a US$ 1 bilhão), corroborando o desenvolvimento da indústria no Brasil. Destas, apenas Stone, Pag Seguro e Arco Educação tiveram seu *exiting* realizado por meio de IPOs, enquanto as 9 restantes ainda permaneciam privadas.

Interessante notar que, ainda de acordo com a publicação, constatou-se que em uma década os fundos domésticos tiveram uma participação fundamental para o desenvolvimento da indústria no Brasil. No entanto, ao analisar o total de investimento por estágio de desenvolvimento das Companhias investidas por esses fundos de VC, observou-se que a participação dos fundos domésticos é inexpressiva (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Participação de Investidores Estrangeiros em Rodadas de Financiamento por Estágio



Fonte: Inside Venture capital Brasil - Distrito (2020 1º Sem).

Estudo conduzido por Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016) revelou que a proporção de investimentos de VC em empresas em *Early Stage* variou de um máximo de 44%, em 1986, para um mínimo de 20%, em 2001, nos EUA. Por outro lado, no Brasil, de acordo com o Inside VC - Distrito (2020), no ano de 2020, 77% dos aportes realizados foram no *early stage*.

Ademais, diante da importância do mercado de VC, que considera os riscos e desafios envolvidos nessa modalidade de financiamento, e com base em estudos empíricos da indústria, avalia-se que existe um consenso na Academia de que a indústria de VC contribuiu, e ainda contribui, para o desenvolvimento do mercado de capitais dos EUA pelo seu dinamismo, e principalmente pela oportunidade de realização dos investimentos por parte dos investidores capitalistas (Gompers & Lerner, 1998, Gompers, 2002; Drover *et al.*, 2017), promovendo, dessa maneira, desenvolvimento econômico.

No entanto, a despeito de todo o desenvolvimento da indústria de VC no Brasil, de acordo com o estudo da ABVCAP de 2020, a razão da taxa de investimento proveniente de VC em relação ao PIB no Brasil é de apenas 0,2%, enquanto nos EUA e Reino Unido é de 1,8% e 2,0%, respectivamente. Esses indicadores podem ser uma sinalização de que ainda há bastante espaço para crescimento da indústria no país.

Nesse contexto, a questão básica desta pesquisa é explorar as principais dificuldades encontradas pelas gestoras de fundos de VC doméstica para investimento no *late stage* e quais as razões para a baixa penetração nos estágios mais avançados. Sendo os fundos domésticos responsáveis por quase 70% do volume investido na indústria, esperava-se uma participação maior desses fundos no *late stage*, que é o estágio que apresenta os maiores *exitings*.

1.2 Justificativa de pesquisa

A indústria de VC é amplamente estudada e difundida nos EUA, haja vista que, conforme demonstrado na Tabela 2, há uma vasta e diversa quantidade de publicações de alta qualidade acadêmica sobre o tema. No caso particular do Brasil, apesar do crescimento e amadurecimento da indústria de VC doméstica, existem poucos trabalhos acadêmicos que pesquisem sobre o comportamento da indústria no país, especialmente um trabalho acadêmico que aborde a importância e o papel dos fundos domésticos no desenvolvimento da indústria no Brasil, e quais as principais barreiras encontradas.

Para a elaboração desta pesquisa, observou-se que para os construtos *venture capital* e *startup,* isoladamente, existe uma vasta literatura. No entanto, à medida que os construtos são combinados, nota-se uma redução expressiva na quantidade de publicações sobre os temas. Em pesquisa realizada no mês de novembro de 2020, cujos resultados estão demonstrados na Tabela 2, foram procurados os dois principais construtos: "*venture capital*" e "*startup"* na perspectiva do Brasil, em quatro ferramentas de busca de artigos acadêmicos: Google Scholar, EBSCO, CAPES e Science Direct.

As buscas foram feitas de forma individual para cada palavra-chave, agrupando em pares e, finalmente, em trios. Além disso, restringiram-se os resultados a artigos nos quais o título possuía o texto pesquisado. Pelos resultados obtidos, é possível observar que a quantidade de publicações se reduziu consideravelmente, à medida que os temas são concatenados em pares. Quando os dois construtos são combinados com o termo Brasil, praticamente, não foram encontrados artigos.

Tabela 2 – Resultado da busca em portais de periódicos

Critério de Pesquisa	Google Scholar	EBSCO	CAPES	Science Direct
Venture capital	8,310	8,160	284	1,839
Startup	7,230	12,412	857	1,676
Venture capital & Startup	2	105	68	108
Venture capital & Brasil	0	22	21	11
Startup & Brasil	0	16	24	4
Venture capital & Startup & Brasil	0	2	5	0

Fonte: Elaborada pelo autor.

Como resultado da combinação de dois construtos desta pesquisa, nota-se que o número de publicações é bastante reduzido, demonstrando haver demanda no meio acadêmico para

pesquisas que investiguem as dificuldades encontradas por VCs e *startups* no fortalecimento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, por meio do desenvolvimento de *startups* em grandes empresas, de preferência unicórnios.

Diferentemente do que ocorreu nos EUA, em que as empresas de tecnologia ultrapassaram as empresas tradicionais, no Brasil o cenário ainda é diferente, e, conforme demonstrado na Tabela 3, verifica-se que as maiores companhias listadas ainda são oriundas da velha economia. São companhias de uso de capital intensivo e muito concentradas nos setores de óleo e gás, mineração, financeiro e siderúrgico.

Tabela 3 – *Top* 10 companhias listadas no Brasil

#	2019	Setor	USD Bilhões		2009	Setor	USD Bilhões
1	Itaú Unibanco	Financeiro	318.0		Petrobras	Óleo e Gás	96.0
2	Petrobras	Óleo e Gás	316.0		Vale	Mineração	58.0
3	Vale	Mineração	261.0		Itaú Unibanco	Financeiro	41.0
4	Bradesco	Financeiro	243.0		Bradesco	Financeiro	28.0
5	AMBEV	Consumo	242.0		AMBEV	Consumo	24.0
6	Santander	Financeiro	159.0		Santander	Financeiro	20.0
7	Banco do Brasil	Financeiro	129.0		Banco do Brasil	Financeiro	16.0
8	Telefônica	Telefonia	75.0		Eletrobras	Energia	12.0
9	BB Seguridade	Financeiro	55.0		CSN	Siderurgia	9.0
10	B3	Financeiro	55.0		Telefônica	Telefonia	9.0

Fonte: Adaptada da Revista Exame Maiores e Melhores (2009, 2019).

No entanto, esse cenário começa a dar indicações de que está em transformação. Conforme dados da Inside VC - Distrito (1º Sem/2020), no primeiro semestre de 2020 haviam sido contabilizados 12 unicórnios brasileiros (empresas cujo valor de mercado é superior a US$ 1 bilhão), corroborando o desenvolvimento da indústria no Brasil. Destas, apenas Stone, Pag Seguro e Arco Educação tiveram seu *exiting* realizado por meio de IPO*s*, enquanto as 9 restantes ainda permaneciam privadas.

No entanto, é curioso notar as transformações pelas quais o mercado brasileiro vem passando. Quando comparamos o valor de mercado da Cielo, empresa que domina o mercado de adquirência no Brasil, com o da Stone, que estreou na NASDAQ há menos de 5 anos, percebemos a potência da mudança. Em 31 de dezembro de 2020, o valor de mercado da Cielo

era de R$ 3,83 bilhões, e da Stone era de USD 25,86 bilhões (Google Finance-2020).

Por outro lado, quando a lente de pesquisa é expandida para além da Academia, verifica-se que há uma série de publicações por parte de grandes empresas de consultoría, como KPMG, PwC, Deloitte, e EY, por exemplo, bem como por outras publicações especializadas, tais como o Censo da Indústria de PEVC – ABDI (2011), consolidação de dados 2020 da Indústria de PEVC no Brasil - ABVCAP*,* Inside Venture Capital Brasil, entre outras. Esse cenário corrobora a necessidade exposta por Carvalho *et al.* (2014) de aprofundar a pesquisa acadêmica sobre o tema de *venture capital* no Brasil.

Com base na relevância econômica da indústria de VC, que transformou o mercado de capitais dos EUA (Gompers & Lerner, 2011, 2004, 1998; Chemmanur & Fulghieri, 2014; Drover *et. al,* 2017; Reverte & Badillo, 2019), portanto é de se esperar um comportamento parecido no Brasil. No entanto, como a supremacia da nova economia ainda não foi alcançada, esta pesquisa tem como objetivo explorar as principais barreiras enfrentadas pelas gestoras domésticas na alocação de capital em investimentos em empresas no *late stage* e quais são as razões para a baixa penetração em investimentos nos estágios mais avançados.

1.3 Objetivos

O objetivo geral desta pesquisa é explorar as principais dificuldades encontradas pelas gestoras de VC doméstica nos investimentos de *late stage,* e que nos permitam compreender a evolução da indústria, de fundos de VC que têm atuação no Brasil. Adicionalmente, esta pesquisa possui os objetivos específicos a seguir:

- Explorar os principais fatores considerados pelos gestores de VC no Brasil na construção de portfólio.
- Investigar as razões para a baixa penetração dos fundos domésticos nos empreendimentos de *late stage.*
- Explorar quais as possíveis implicações desse fenômeno no desenvolvimento do ecossistema brasileiro.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A fundamentação teórica produzida neste estudo trata das dificuldades encontradas pelos fundos de VC domésticos de investirem nas rodadas de *late stage* de *startups* no Brasil. Para isso, é preciso compreender em maior extensão o que está de acordo com a literatura teórica do VC e as suas principais características e como se dá o financiamento à inovação conduzido pelas *startups*.

2.1 Desenvolvimento da indústria de VC no Mundo

De acordo com a literatura teórica, a principal fonte de financiamento para as empresas incumbentes é por meio de emissão de dívida. Esse tipo de mecanismo de financiamento requer que as empresas tomadoras de dívidas forneçam garantias firmes, tenham capacidade de demonstrar histórico financeiro e capacidade de geração de caixa suficiente para honrar o serviço da dívida (Chemmanur & Fulghieri, 2014; Gompers & Lerner, 1998, 2000).

Por outro lado, as *startups*, diferentemente das incumbentes, são empreendimentos de alto risco com alto potencial de retorno, que naturalmente apresentam um significante valor de ativos intangíveis, que contemplam em seus planos de negócios a expectativa de operar por anos em prejuízo operacional, carregando uma incerteza bastante grande quanto ao sucesso do seu empreendimento. Esses fatores inviabilizariam qualquer chance de aprovação de financiamento nas modalidades tradicionais que permitisse o desenvolvimento do seu plano de negócios (Reverte & Badillo, 2019; Gompers & Lerner, 1996, 1998, 2000; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Bygrave & Timmons, 1992; Cumming, Fleming, & Schwienbacher, 2006; Kortum & Lerner, 2000).

De acordo com a literatura teórica, *startups* são modalidades de empreendimentos que representam a fonte mais importante de fomento à inovação e ao desenvolvimento econômico, uma vez que essas empresas desempenham um papel crítico por possuírem um alto potencial de crescimento, gerando empregos, aumento da produtividade, e, principalmente, inovação (Helmman & Puri, 2000; Gompers & Lerner, 1998; Bernstein *et al*., 2016; Reverte & Badillo, 2019; Chemmanur & Fulghieri, 2014; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Cumming *et al.*, 2006).

Por essa razão, as VCs surgem como alternativa às formas tradicionais de financiamento que eliminam as principais barreiras de acesso à capital, por meio de emissão de instrumentos patrimoniais, que podem ser ações, debêntures conversíveis, entre outros, tornando-se sócios

capitalistas dos empreendimentos (Hellmann & Puri, 2000). Genericamente essas captações, levantadas por meios de instrumentos de patrimônio, são denominadas VC e subdivididas em *Private Equity* (PE), VC e *Corporate Venture Capital* (CVC) (Reverte & Badillo, 2019; Gompers & Lerner, 1996, 1998, 2000; Chemmanur & Fulghieri, 2014). No entanto, esta pesquisa se concentrará somente na modalidade de VC.

Os instrumentos de patrimônio representam uma boa alternativa de financiamento às *startups*, por não requererem garantias, eliminando as principais barreiras dos financiamentos tradicionais. Se, por um lado, esses investimentos são de alto risco, por outro lado, apresentam uma enorme perspectiva de crescimento, que, em caso de sucesso, gerará retornos extraordinários aos seus investidores. Esses instrumentos têm se concentrado, principalmente, na indústria de VC, não somente pelo seu maior desenvolvimento, mas também pela importância que se impõe no financiamento de *startups* (Chemmanur & Fulghieri, 2014, Drover *et al.*, 2017; Gompers & Lerner, 1998, 2000; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016).

No início da década de 1980, impulsionado pela injeção de recursos dos fundos de pensão, que foram autorizados pela ERISA a investirem em VCs, a indústria passou a ganhar mais notoriedade, despertando o interesse dos acadêmicos sobre o tema. Com isso, esses estudiosos passaram a dar mais ênfase a esses tipos de fontes de financiamentos, que se diferenciavam das formas mais tradicionais, as quais utilizam instrumentos de dívida (Gompers & Lerner, 2000, 1998; Drover *et al.*, 2017; Bygrave & Timmons, 1992).

Por essa razão, acredita-se que a indústria de VC contribuiu enormemente para o desenvolvimento econômico dos EUA, tornando possível o financiamento de inúmeras *startups*, que em seu começo não contavam com as condições financeiras e reputacionais requeridas pelos agentes de financiamento tradicionais (Hellman & Puri, 2000; Gompers & Lerner, 1998, 2000; Chemmanur & Fulghieri, 2014, Drover *et al.*, 2017; Kortum & Lerner, 2000).

No que se refere à forma de estruturação, de acordo com a teoria, a mais comum utilizada pelas VCs é a de *Limited Partnership* (LPs). Nessa modalidade há contratos que definem a compensação e governam o relacionamento entre os LPs, formado pelos investidores e as gestoras, conhecidos como GPs (*General Partner)*, durante a vida econômica do fundo de VC. Nesse contexto, a GP assume o papel de um sócio-administrador, e os demais investidores no veículo de investimento (fundo) são os LPs. No entanto, há um distanciamento entre os investidores e a gestão do fundo, e as LPs não assumem responsabilidade legal sobre os passivos que ultrapassem o valor do capital investido (Gompers & Lerrner, 1998, 2000; Chemmanur & Fulghieri, 2014; Reverte & Badillo, 2019; Metrick & Yasuda, 2010).

Por outro lado, para uma melhor entendimento da indústria, é preciso entender todo o seu ciclo, que se inicia a partir da constituição da organização gestora (GP), que é composta de três etapas principais, que consistem na (i) captação de recursos (*Fundraising*); (ii) investimento (*Investing*); e (iii) saída dos investimentos realizados, ou desinvestimentos (*Exiting*) (Gompers & Lerner, 1998, 2000; Gompers, 2002).

Paralelamente aos ciclos da indústria, há também as fases de maturidades das empresas, que em geral, de acordo com a literatura, são classificadas em três fases, de acordo com o estágio de desenvolvimento de um determinado empreendimento. Na fase inicial é classificado como *seed,* em que ocorrem os primeiros aportes, à medida que a empresa vai se desenvolvendo, novos aportes são realizados, sendo reconhecida como fase de *early stage,* e por último *o late stage* (Hellmann & Thiele, 2015). De acordo com estudo conduzido por Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016), a proporção de VC em empresas em *early stage* variou de um máximo de 44%, em 1986, a um mínimo de 20%, em 2001.

É consenso que os investimentos em empresas em estágio inicial (ou seja, semente, *startup* e estágio inicial), normalmente, são considerados investimentos mais arriscados, por causa da ausência de um histórico de desempenho financeiro. Consequentemente, por gerarem uma maior desconfiança, carregam uma probabilidade maior de fracasso em comparação com aquelas empresas que possuem um histórico de desempenho e se encontram em estágio posterior (Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Tian & Wang, 2014).

De uma maneira geral, a literatura sob o tema aponta que o vigor do mercado de VC nos EUA está diretamente associado com a possibilidade de *exiting*, que tem um papel importante na habilidade que as VCs possuem para monetizar seus investimentos, afetando a performance e a reputação de uma determinada VC (Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016, Gompers & Lerner 1998, 2001; Gompers, 2002; Chemmanur & Furghieri, 2014). Como normalmente a VC não recebe dividendos dos investimentos feitos no empreendimento, o retorno financeiro é medido pelo sucesso de um determinado empreendimento.

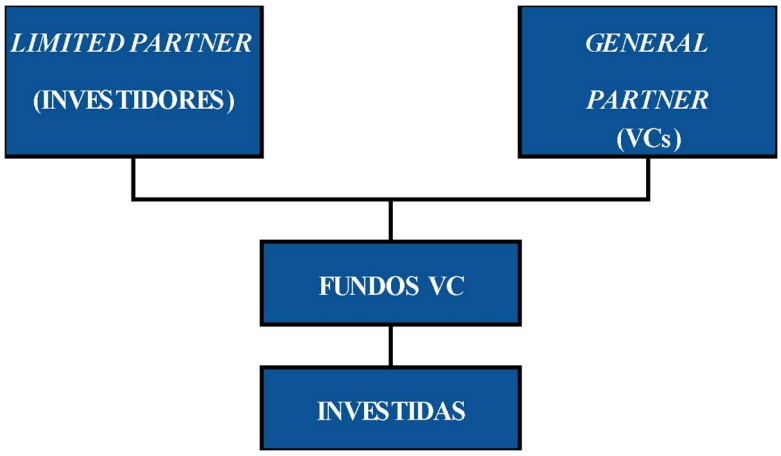
Por sua vez, segundo Black and Gilson (1998), a grande força propulsora do *exiting* está relacionada, especificamente, à modalidade de IPOs, e leva em consideração a atividade do mercado acionário de um país. Alternativamente, estudo conduzido por Cumming *et al*. (2006) propõe que a qualidade do sistema jurídico de um país é um fator mais importante para o *exiting* das VCs do que propriamente o tamanho do mercado acionário. Portanto, segundo o referido estudo, o *exiting* por meio de IPO é uma relação causal entre os mercados de ações ativos e os mercados de VC, tendo a segurança jurídica como sustentação principal dessa relação.

Essa correlação positiva pode ser reforçada pelo fato de que empreendimentos suportados por VCs incorrem em menores custos de IPO, e a determinação do preço de lançamento, na média, é superior aos preços de lançamento das empresas não suportadas por VC (Gompers & Lerner, 2001; Smith, Pedace & Sathe, 2011; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2014). Essa constatação demonstra que a qualidade da gestão implantada pelas VCs nas *startups* é bastante valorizada pelos investidores, ou seja, o fato de uma empresa ser suportada por uma VC funciona como um de selo de garantia de confiabilidade (Gompers & Lerner, 2000; Chemmanur & Fulghieri, 2014).

2.2 Estrutura de VC

No que se refere à estrutura de VC, ao longo do desenvolvimento da indústria, as LPs tornaram-se a estrutura organizacional dominante nesse mercado, principalmente em razão da isenção fiscal garantida aos investidores institucionais (Figura 1). Na prática, a tributação sobre o ganho de capital ocorre somente no momento do resgate das cotas dos fundos de VC, e cada investidor paga a alíquota de imposto de renda à qual está sujeito. (Gompers & Lerner, 1998, 2001).

Figura 1 – Hierarquia das LPs



Fonte: Adaptado de Gompers and Lerner (1998, 2001).

Na hierarquia, os investidores, organizados em uma LP, adquirem cotas em fundos de VC, que são geridos pelas GPs. Nesse contexto, a GP assume toda a gestão dos fundos de VCs. Em troca de seu distanciamento da gestão cotidiana do fundo, os LPs não assumem nenhuma responsabilidade legal sobre o montante que ultrapassar o capital investido. No entanto, isso

não o impede de participar do comitê de administração (*Advisory Board*) da LP. Por sua vez, a GP assume todas as responsabilidades legais advindas do gerenciamento do veículo de investimentos (Chemmanur *et al.*, 2014; Gompers & Lerner; 1998, 2001, 2006; Reverte & Badillo, 2019).

Por essa razão, há contratos que governam o relacionamento entre os investidores privados LPs e as GPs durante a vida econômica do fundo de VC, inclusive determinando a forma de remuneração. Nesse contexto, a GP assume o papel de um sócio-administrador dos fundos, que são constituídos mediante o aporte de recursos para aquisição de cotas pelos investidores (Gompers & Lerrner, 1998, 2000; Chemmanur & Fulghieri, 2014).

No entanto, o entendimento de captação de recursos e de estruturação de uma *partnership* é fundamental para entender o ciclo de VC. Nesses acordos de *partnership* estão definidas questões como a comissão de gerenciamento, as regras de divisão de lucros, e termos contratuais. As escolhas feitas para a estruturação desses fundos podem acarretar profundas implicações para os empreendedores, que estão em busca de financiamento, para os bancos de investimento que serão os subscritores das firmas apoiadas por VC, os gestores dos fundos de pensão e os executivos dos fundos de VCs que irão investir ao longo da duração do fundo (Gompers & Lerner, 2006).

Por outro lado, no Brasil, os investimentos das VCs se dão sob a forma de Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) e Fundos de Investimento em Participações (FIP), conforme as Instruções CVM nº 209/94, e são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (ABDI, 2011). Em comum com a estrutura conhecida nos EUA está o diferimento do pagamento do imposto de renda sobre o ganho de capital, que somente é reconhecido na alienação do investimento.

2.3 Os Ciclos da Indústria de VC

O ciclo da indústria de VC se inicia a partir da constituição da organização gestora e é composto de três etapas principais, conforme demonstrado na Figura 2, que consistem na (i) captação de recursos (*Fundraising*); (ii) investimento (*Investing*); e (iii) saída dos investimentos realizados, ou desinvestimentos (*Exiting*). A experiência desse processo gera a formação do histórico de desempenho (*Track Record*). O histórico de desempenho depende do quão bem-sucedido uma GP foi nos seus empreendimentos e gera um ciclo virtuoso, no qual atrai mais e mais investimentos nos lançamentos de fundos futuros (Gompers & Lerner, 1998, 1996, 2000; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Tian & Wang, 2014).

Figura 2 – Ciclos da Indústria de VC

Fonte: Adaptado de Gompers and Lerner (2001).

Os fundos de VC, em geral, possuem uma duração total predeterminada de 10 anos, embora extensões sejam permitidas (Chemmanur *et al.*, 2014; Gompers & Lerner; 1998, 2001; Reverte & Badillo, 2019). Por sua vez, com base no artigo de Gorman and Shalman (1989), que conduziram uma pesquisa com 49 VCs, as quais juntas administram cerca de 40% do volume total da indústria de VC nos EUA, constatou-se que o tempo de investimento de uma VC variava entre 5 e 7 anos.

Investir em um fundo de VC (captação) é, de certa maneira, uma demonstração de confiança dos investidores, haja vista que os empreendimentos apresentam um alto risco de mortalidade, porém com alto potencial de crescimento, escaláveis e, normalmente, têm foco na geração de inovação (Chemmanur *et al.*, 2014; Gompers & Lerner; 1998, 2000; Gompers *et al.,* 2006; Drover *et al*., 2017).

No entanto, vale destacar que o fator reputacional tem um efeito positivo no tamanho do fundo captado. Ou seja, quanto maior a reputação e histórico de sucesso de uma GP, maior é a probabilidade de se levantar um novo fundo, encurtando o tempo normal de captação. Portanto, a variável reputação carrega crenças sobre retornos futuros que não foram capturados nas variáveis de desempenho. Esse comportamento também é observado para aqueles fundos que possuem altas taxas de desempenho, combinadas com taxas de administração mais baixas, e uma proporção maior de investimentos que foram encerrados com sucesso (*track record*).

Consequentemente, parece existir uma correlação positiva entre o tamanho e a importância da GP com o tamanho do fundo arrecadado (Gompers & Lerner, 1998; Gompers, Ishii & Metrick., 2003; Cumming *et al.*, 2015).

Assim sendo, a alta volatilidade no volume captado pela indústria de VC é um objeto bastante explorado na academia, e essa volatilidade pode se manifestar de diferentes maneiras, sendo fortemente influenciada pelo nível de atividade econômica num determinado momento (Gompers & Lerner, 1998; Kortum & Lerner, 2000; Metrick, 2010).

A despeito do volume captado ter aumentado exponencialmente nas últimas décadas, esse crescimento não foi uniforme e foi marcado por momentos alternados de abundância e escassez, causadas por fatores exógenos, principalmente mudanças regulatórias, incluindo, mas não se limitando, as mudanças nas regras dos fundos de pensão, alteração de tributação sobre ganhos de capitais e pelas performances individuais e de reputação da indústria (Gompers & Lerner, 2000; Jeng & Wells, 2000).

Contudo, esse dinamismo do mercado de VCs depende, fundamentalmente, de um vibrante mercado de capitais, que guarda uma correlação positiva entre o volume captado pelas VCs e a intensidade do mercado de IPOs, sugerindo uma relação causal entre a valorização na precificação nos IPOs e o volume de captação (Black & Gilson, 1998; Gompers & Lerner, 1998; Jeng & Wells, 2000; Drover *et al.,* 2017). Corroborando essa afirmação, pesquisa realizada por Jeng and Wells (2000) em 21 países constatou que a força do mercado de IPOs é um importante fator para determinar o nível de comprometimento dos investimentos.

Neste contexto, observou-se, ainda, que esse efeito é mais *late*nte nas VCs mais jovens, que precisam criar seus históricos de sucesso (Kaplan & Schoar, 2005). Por outro lado, os retornos dos fundos de VC parecem estar altamente correlacionados com os retornos do mercado como um todo (Cochrane, 2005; Kaplan & Schoar, 2005; Ljundqvist & Richardson, 2003).

Desta forma, acadêmicos argumentam que a volatilidade das VCs pode ser reflexo da percepção exagerada que tanto as VCs quanto os empreendedores possuem das oportunidades em geral, e depende da alternância de períodos de abundância e escassez de investimentos, em que um número limitado de empresas tem acesso ao capital (Gupta, 2000). Por sua vez, essas mudanças impactam, na realidade, a relação entre oferta e demanda, podendo haver choques de oportunidades de investimento entre incumbentes e novos empreendedores, o que aumenta ainda mais a demanda por capital, influenciando diretamente no equilíbrio entre oferta e demanda (Gompers & Lerner, 1996, 1998, 2000; Poterba, 1989).

O sucesso das empresas apoiadas por VC é consistente com as ações das VCs que são eficazes na geração de valor. Na verdade, Kaplan and Stromberg (2001) e Gompers and Lerner (2001) argumentam que as VCs são particularmente bem-sucedidas na resolução de um problema importante nas economias de mercado, ou seja, elas conectam empreendedores com boas ideias (mas sem dinheiro) a investidores detentores de capital (mas sem ideias).

Alternativamente, essa reação exagerada pode ter suas raízes nos vieses comportamentais dos empreendimentos de VC, que associam irracionalmente sucessos de investimentos passados com oportunidades em investimentos futuros, ou ainda que possam resultar apenas no movimento do mercado (movimento de manada) que é seguido pelas VCs, preocupadas com as possíveis consequências reputacionais de serem contrárias a esse movimento (Scharfstein & Stein, 1990).

Adicionalmente, constatou-se que os fundos de VC que provêm não só assistência financeira, mas, principalmente, apoio no planejamento estratégico, na gestão e administração e nas ações de marketing, conseguem atrair um volume maior de capital comprometido (Cumming *et al.*, 2005). Além disso, foi observado um aumento na alocação de capital para aqueles fundos que apresentaram uma taxa de retorno maior no ano anterior. Por outro lado, foi observado que os fundos que apresentam um portfólio maior permitem aos investidores um retorno sobre o capital investido também maior (Drover *et al*., 2017; Gompers & Lerner, 1996, 2001, 2004; Gompers *et al.* 2006).

Em outro artigo Gompers and Lerner (2000) conduziram pesquisa quantitativa com coleta de dados até o final da década de 1990 e concluíram haver uma correlação positiva entre o volume captado pelas VCs com a apreciação do valor de mercado dos investimentos. Esse fenômeno ficou ainda mais evidente com a grande onda de captações ocorrida no final da década de 1990, que causou um aumento generalizado no *valuation* dos empreendimentos. Por outro lado, no passado, foi constatado que essa supervalorização acarretou a redução das taxas de retorno sobre os investimentos.

Com isto, as GPs, no intuito de construírem suas trilhas de sucesso, buscam maximizar o valor investido, independentemente dos riscos inerentes aos empreendimentos. Consequentemente, surge a figura do risco carregado (*carried risk),* e para mitigar esse risco, as VCs adotam a sindicalização do investimento, permitindo a entrada de outras VCs no empreendimento, assim garantem, proporcionalmente, a divisão dos riscos de um determinado empreendimento entre todos os atores, reduzindo com isso a assimetria de informação e garantindo que, se um empreendimento performar bem, todos ganham (Chemmanur *et al.*, 2014, Drover *et al.*, 2017, Gompers *et al.*, 2006).

Por sua vez, a necessidade de se encerrar um fundo requer que os investidores de VC tomem ações, às vezes penosas, para encerrarem investimentos que estão com desempenho aquém do esperado, e a pressão por captar fundos adicionais poderá trazer consequências indesejáveis (Chemmanur *et al.*, 2014; Gompers & Lerner; 1998, 2001; Reverte & Badillo, 2019).

Depois de finalizada a etapa de *funding*, dá-se início à fase conhecida como originação e seleção dos investimentos, que consiste na identificação de oportunidades de investimento para formação de portfólio. Durante essa seleção, o gestor avalia o mérito das oportunidades de negócio sob diversos aspectos, que variam de VC para VC (Gompers & Lerner, 1998, 2001; Sahlman, 1988, 1990; Kaplan & Stromberg, 1999; Chemmanur & Fulghieri, 2014).

Apesar de haver uma vasta e extensa literatura teórica sob o tema de financiamento de *startups*, que considera as incertezas e assimetrias (Gompers & Lerner, 1998, 2001, 2002; Drover *et al*., 2017; Reverte & Badillo, 2019; Connelly *et al.*, 2011; Cumming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991), particularmente em indústrias de alta tecnologia, quando os resultados do empreendimento não podem ser previstos com razoável segurança, as GPs, antes de concretizarem um investimento, realizam uma avaliação cuidadosa, conhecida como *due-diligence,* que avalia não só o perfil dos fundadores como também o modelo de negócio em si (Fried & Hisrich 1994; Garmaise, 1999, Gompers & Lerner, 1998).

Por sua vez, há bastante discussão entre acadêmicos e profissionais no que tange a quais fatores de análise e seleção são os mais importantes. A pesquisa de Kaplan and Stromberg (2004) revela que as VCs consideram como fatores principais aqueles que incluem atratividade do mercado, estratégia tecnologia, produto ou serviço, adoção do cliente, concorrência, termos do negócio e qualidade e experiência da equipe de gestão. Esse último fator também é destacado por Baron and Hannan (2002) e Hellmann and Puri (2000), que focam suas pesquisas em como as equipes fundadoras são formadas e qual a sua atratividade como oportunidade de investimento. Por outro lado, Gompers, Kovner, Lerner and Scharfstein (2010) mostram que o sucesso passado como empreendedor é um fator importante a ser considerado pelas VCs para atração de potenciais investimentos.

Em trabalho publicado em 2021, Gompers, Gornall, Kaplan, Strebulaev and Boneu ressaltaram que a primeira tarefa que uma VC enfrenta é de se conectar com *startups* que estão em busca de financiamento. Esse processo é conhecido como “gerando fluxo de negócios”. Ainda de acordo com a publicação, mais de 58% das negociações vêm de indicações, sejam elas de ex-colegas, colegas de trabalho, outros investidores, empresas do portfólio. No mais, 10% são oriundos da apresentação dos empreendedores, e cerca de 30% são prospeção das VCs.

Contudo, ao decidirem pelo investimento, as GPs trazem experiência para estruturar o negócio, e, para que isso ocorra, definem quais são os incentivos e compensação apropriados que serão acordados com os empreendedores (Sahlman, 1990; Kaplan & Stromberg, 1999). No entanto, independentemente da extensão do processo de *due-dilligence*, nenhuma avaliação poderá ser confirmada com total confiança (Gompers, 1995).

Talvez por essa razão, os investimentos de VC apresentam uma baixa taxa de conversão das propostas de negócios analisadas pela GP nas empresas investidas. Neste exaustivo e minucioso processo de seleção, as GPs selecionam aquelas que tenham interesses convergentes com as teses de investimento do fundo (ABDI, 2001; Gompers & Lerner, 2001, 2005; Drover *et al.*, 2017).

De acordo com pesquisas empíricas, constatou-se que as empresas que demonstram uma estratégia inovadora e embarcam inovação e alta tecnologia possuem mais chances de serem escolhidas pelas VCs, apesar de essas empresas, geralmente, apresentarem uma assimetria de informação mais significativa, dada a alta concentração de intangíveis e baixo histórico financeiro (Hellmann & Puri, 2000; Gompers, 1995;Gompers & Lerner, 1998, 2001, 2002; Drover *et al.,* 2017; Reverte & Badillo, 2019; Connelly *et al.*, 2011; Cuming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991).

Por outro lado, conforme ressaltado por Reverte and Badilo (2019), de acordo com os resultados da pesquisa realizada pelos autores, as VCs são limitadas a um pequeno subconjunto de empreendedores, em razão de elas terem se tornado mais avessas ao risco, após a crise financeira de 2008. Segundo observaram os autores, as VCs passaram a investir em empreendimentos mais maduros.

Complementando essa informação, de acordo com a pesquisa conduzida por Gompers *et al.* (2021), para cada negócio realizado com um empreendimento, em geral são analisadas 101 oportunidades. Deste total, em apenas 28 são conduzidas reuniões com os empreendedores, 10 são revisados, 4,8 sofrem o processo de *due-dilligence*, e apenas 1,7 termina em um *fact sheet*.

As VCs são formadas por investidores profissionais que dedicam integralmente seu tempo à gestão do seu portfólio, e para isso, acompanham de perto o desenvolvimento da tecnologia e do mercado nas suas áreas de especialização, permanecendo no dia a dia do negócio e contribuindo para a gestão estratégica (Sapienza, 1992; Sorensen, 2007). Desta forma, as VCs tornam-se mais especializadas e possuem uma maior capacidade de tomada de decisão de investimento mais racional, baseada em dados (Fenn, Liang & Prowse, 1998).

Portanto, as VCs fornecem uma valiosa mentoria e aconselhamento estratégico para os empreendedores, seja pelo fornecimento de contatos comerciais ou pelo recrutamento de gerentes seniores (Bygrave & Timmons, 1992). Com isso, as VCs contribuem para a profissionalização da *startup*, em todos os níveis, implementando conceitos de gestão que ajudam a reduzir as assimetrias de informação por meio do monitoramento das atividades de suas investidas (Lerner, 2002, Kaplan & Stromberg, 2003, Chemmanur & Fulghieri, 2014).

Consequentemente, as VCs, ao assumirem e influenciarem a gestão, não somente estratégica como a tática do dia a dia, por meio de seu acesso a informações internas, passam a contribuir como um "selo" de certificação perante bancos, parceiros comerciais e demais *stakeholders* (Poterba, 1987; Puri, 1996, 1999). Essa certificação contribui ainda mais para reduzir a assimetria de informação, afinal, um agente externo passa a ter mais confiança num determinado empreendimento pelo simples fato de ter se associado a uma VC (Hellmann & Puri, 2000).

Importante notar que tanto o aconselhamento quanto o suporte fornecido pelas VCs são frequentemente incorporados às suas funções no conselho de administração da empresa, e a composição do conselho deve ser moldada pela necessidade de supervisão (Fama & Jensen, 1983). Por outro lado, Lerner (1995) aponta que a necessidade de supervisão do conselho é maior à medida que a necessidade de supervisão também aumenta. Conforme destacado por Hellmann and Puri (2002), as VCs tendem a desempenhar um importante papel na governança corporativa, frequentemente substituindo o fundador original por um CEO de mercado.

Alternativamente, o modelo de remuneração é um mecanismo frequentemente utilizado pelas VCs para influenciar gestores e funcionários-chave, por meio do qual estes recebem uma fração substancial de sua remuneração na forma de ações ou opções de ações. Desta maneira, as VCs acreditam que tanto os seus quanto os interesses dos gestores estão alinhados. O artigo de Baker and Gompers (2003) retrata que os salários fixos nas empresas apoiadas por VCs são menores, enquanto a opção de ações detidas pelos diretores executivos é maior, quando comparadas com empresas semelhantes não apoiadas por VCs.

Adicionalmente, as VCs podem empregar controles adicionais sobre a remuneração que consistem na outorga de opções de ações ou ações por um prazo definido (*vesting period*), evitando com isso que o empreendedor, os gestores ou funcionários-chaves saiam dos empreendimentos. Por sua vez, a participação acionária de um fundador poderá ser diluída significativamente por meio de novos financiamentos, caso o empreendedor não cumpra as metas estabelecidas. Assim sendo, para que um empreendedor mantenha sua participação no empreendimento, é necessário cumprir as metas acordadas (Gompers & Lerner, 1998, 2001).

A despeito de todo processo de *due-dilligence*, as GPs procuram mitigar as suas exposições a riscos exagerados que possam comprometer a trilha de sucesso do retorno sob o investimento. Para isso, as GPs podem fazer uso do fracionamento do aporte de recursos com outras GPs (Deli & Santhanakrishnan, 2010; Lerner, 1994). Segundo Sahlman (1990), essa decisão talvez seja o mecanismo de controle mais potente que uma GP possua para empregar em um empreendimento. Essa decisão, em grande medida, mantém um certo controle sobre o empreendedor, reduzindo com isso o risco de perdas potenciais por conta de más decisões gerenciais.

Por outro lado, além do investimento fracionado, uma GP, ainda visando à mitigação da sua exposição ao risco de não performar como pretendido, constitui um sindicato com outras GPs, com o intuito reduzir a sua exposição no investimento e com isso diluir o seu risco no empreendimento. Desta maneira, a GP diversifica seu portfólio, permitindo que ela possa investir em um leque maior de empreendimentos. Não obstante, envolver outras VCs em um determinado empreendimento pode proporcionar uma análise em diferentes perspectivas daquele empreendimento, reduzindo, com isso, o risco de investimento em maus empreendimentos (Gompers & Lerner, 1999).

Em pesquisa conduzida por Lerner (1994) com uma amostra de 271 investimentos de VC em biotecnologia, constatou-se que, nas primeiras rodadas de investimento, as GPs mais experientes tendem a sindicalizar o investimento com outras VCs que possuam experiência semelhante, corroborando a hipótese de que um VC parece preferir uma segunda opinião, ao invés de apenas procurar por recursos financeiros. A pesquisa revelou ainda que, quanto mais tangível for o projeto, mais recursos fluem para o empreendimento, e que o nível de escrutínio e controle reduz à medida que a percepção da gestão do empreendimento está adequada.

Contudo, após decidido o investimento inicial, as VCs atuam ativamente no processo de levantamento de fundos adicionais para as empresas de seu portfólio (Gorman & Sahlman, 1989). No entanto, quando há aumento na oferta de capital na indústria de VC, combinado com um número reduzido de projetos capazes de atraírem financiamento, o retorno sobre esse determinado investimento no setor poderá ser negativamente impactado. Ademais, esse fenômeno é frequentemente observado nos investimentos em software, biotecnologia e Internet (Sahlman & Stevenson, 1987). A despeito desse fator, em estudo conduzido por Gompers e Lerner (2000), observou-se que as empresas que receberam investimentos de VC apresentaram uma apreciação de 15% a 35% no seu valor de mercado.

De acordo com artigo de Lerner (2012) na MIT Technology Review, o autor faz uma importante reflexão sobre a importância da indústria de VC, retratando que o retorno de capital

investido em VC é de cerca de três vezes o valor investido. No entanto, o autor questiona se a VC realmente promove na realidade inovação, uma vez que cada vez mais esses investimentos estão concentrados em setores específicos de tecnologia. Por sua vez, Sahlman (1990) observa que, em razão do alto grau de especialização de uma VC, esta acaba restringindo os tipos de indústria que irá investir. Em adição a essa provocação, Lerner (2012) questiona ainda se esse modelo seria o mais aplicável a indústrias cujos prazos de maturação são superiores a dez anos, que é o prazo médio de duração dos fundos de VC.

A fim de avaliar o grau de especialização de uma VC, Gompers *et al.* (2020) conduziram uma pesquisa quantitativa com aproximadamente 76% das top 50 firmas de VC dos EUA, para avaliar o grau de especialização do estágio de maturidade das empresas (*seed*, *early*, *late*), na especialização da Indústria e na geografia. No total, foram colhidas 681 respostas, das quais 62% das VCs são especializadas em estágio de maturidade, 61% são especializadas em indústria e 50% em determinada geografia.

Nesse contexto, os resultados são particularmente positivos para tipos específicos de fundos de VC e em determinadas regiões particulares. Em geral, os fundos tornaram-se maiores em valores nominais, com mais capital alocado por empreendimento. Consequentemente, muitas VCs passaram a investir um volume maior de capital em cada empresa do seu portfólio. Esses investimentos podem ser divididos em dois estágios, que podem ser mais avançados (*late stage*) e naturalmente requerem valores mais expressivos do que os estágios mais embrionários (Reverte & Badillo, 2019, Drover *et al.*, 2017; Gompers & Lerner, 2001).

O último e mais importante ciclo da indústria é o *exiting*, que, sendo bem-sucedido, reflete diretamente na remuneração dos investidores e é crucial para que as GPs possam construir as suas trilhas de sucesso, criando com isso as condições necessárias, que permitirão captar novos fundos. Apesar de o *exiting* ser a última fase do ciclo de VC, essa fase é extremamente importante para assegurar a viabilidade de um próximo veículo no futuro (Gompers & Lerner 1998, 2001, 2004; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016). Essa fase consiste na monetização do fundo, que nada mais é do que a apuração do retorno financeiro sobre o investimento realizado, ou seja, é nessa fase que a participação acionária mantida por uma VC se torna líquida.

O *exiting* pode ocorrer de duas formas principais, seja por meio de IPO ou por meio de M&As ou *buyouts* (Chemannur *et al.*, 2014; Gompers 1998, 2001, 2006, Cumming *et al.*, 2005). Importante notar que como as VCs não pagam dividendos, o retorno é auferido por meio do ganho de capital no *exiting*.

Por outro lado, de acordo com Black and Gilson (1998), há cinco formas principais de saída de VC. São elas: (1) IPO em que a *startup* fará seu lançamento em uma bolsa de valores pela primeira vez; (2) M&As ou *Trade Sales*, em que a *startup* tem seu controle acionário adquirido por uma empresa maior, normalmente uma adquirente estratégico, e tanto o VC quanto os empreendedores vendem sua participação na empresa; (3) Vendas Secundárias – o fundo de VC vende sua participação, mas os fundadores não vendem as suas, para outra empresa ou outro fundo de VC; (4) Recompras – os empresários recompram a participação acionária do fundo de VC; e (5) Liquidação – na qual os investidores desinvestem com pouco ou nenhum retorno.

Segundo Black and Gilson (1998), o dinamismo do mercado de VCs depende fundamentalmente de um vibrante mercado de capitais que dê liquidez aos investimentos de participação acionária. Ainda, segundo o artigo, há correlação positiva entre o volume captado pelas VCs e a intensidade do mercado de IPOs.

Normalmente, o IPO é a oportunidade de saída mais lucrativa (Gompers & Lerner, 2001), consequentemente a mais buscada pelas VCs. De acordo com pesquisa conduzida pelos autores, nos EUA, as saídas por meio de IPO saltaram de 10%, em 1980, para 31% em 1990, alcançando impressionantes 56% em 1999. Foi observado ainda que, após o IPO, as VCs mantêm ao menos ⅓ de participação por pelo menos 1 ano após a li*stage*m. Em geral, as empresas suportadas pelas VCs ainda não apresentam lucratividade no momento do IPO, no entanto, a pesquisa revelou que no momento do lançamento do IPO o valor do ativo não é depreciado.

As VCs que têm uma trilha de sucesso reconhecida são capazes de desinvestir, por meio de IPOs, com mais rapidez e por uma precificação melhor do que aquelas que não gozem de uma boa reputação (Megginson & Weiss, 1991; Gompers & Lerner, 2001). Adicionalmente, Gompers *et al.* (2006) retratam que as VCs mais jovens e menos experientes possuem incentivos a levarem suas empresas de portfólio para o IPO antecipadamente, para poderem construir a sua trilha de sucesso.

Esse mesmo fenômeno de supervalorização do IPO também foi observado por Sahlman (1990), que conduziu pesquisa com 579 empresas apoiadas por capital de risco, observando que o valor de lançamento daquelas apoiadas por VC superou em 30% o valor total de mercado de todas as empresas comparáveis que abriram o capital durante aquele período.

Por sua vez, Brav and Gompers (1997) demonstraram que o retorno excedente, pós-IPO nos EUA, das empresas investidas por VC, é significativamente maior do que aqueles empreendimentos não suportados por VC. Em especial, em empresas menores, esse resultado

mostrou-se ainda mais significativo, evidenciando a importância das VCs. Por outro lado, nem sempre os retornos excedentes no longo prazo de empresas que se tornaram públicas apoiadas por VCs são superiores.

Alternativamente, de acordo com pesquisa conduzida Cumming, Grant and Schwienbacher (2005), os autores retratam que o volume de saída por meio de IPOs está muito mais ligado à questão da segurança jurídica e melhor ambiente econômico de um determinado país, justamente por esses mecanismos atenuarem os problemas de agência entre acionistas e fundadores, do que propriamente pelo tamanho do mercado acionário do mesmo, fato corroborado por Yang (2018).

Yang (2018), que conduziu pesquisa utilizando uma amostra de 28.668 eventos de investimento de VC na China, constatou que a liquidez do mercado tem um impacto positivo na saída por meio de IPO, contudo não é estatisticamente significativo. No entanto, a liquidez do mercado pode reduzir as saídas por meio de M&As.

Conforme Gompers and Lerner (2004), o surgimento de um mercado secundário em várias nações europeias foi a alavanca para permitir uma maior liquidez aos investidores, o que contribuiu para que novos fundos fossem captados, desenvolvendo, com isso, a indústria de VC (Gompers & Lerner, 2004).

Alternativamente, conforme citado por Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016), os autores retrataram que houve um declínio acentuado no número de IPOs, enquanto os M&As apresentaram um aumento nos desinvestimentos, mesmo sabendo que os desinvestimentos por meio de M&A são uma forma de desinvestimento menos vantajosa sob o ponto de vista financeiro, dos que os IPOs.

Segundo Meggisson and Weiss (1991), os bancos subscritores (*Underwriters*) das empresas suportadas por VC são significativamente mais experientes que os das demais, e, portanto, possuem um custo de emissão menor, impactando diretamente o custo do IPOs. Outro fator interessante foi a observação de que as VCs mantêm suas participações nas companhias, pelo menos até um ano após IPO, como uma forma de demonstrar seu compromisso com a companhia e seus investidores. Portanto, esses fatores explicam o porquê de os investidores institucionais terem participações maiores em empresas suportadas por VCs.

No Brasil, estudo inicial de Furtado and Ramalho (2009) indica que o portfólio dos retornos excedentes em bolsa de valores no Brasil dos IPOs realizados entre 2004 e 2009 são maiores para as empresas investidas por VC. Importante notar que esse mecanismo de IPO passou a ser mais comumente utilizado no Brasil a partir da crise financeira do *subprime* de

2008, tornando o IPO uma forma de liquidez para as VCs. Cabe, no entanto, ressaltar que o IPO no Brasil referido nesta pesquisa é relativo ao *private equity*, que não é objeto desta pesquisa.

2.4 Estágios de VC

No que se refere à maturidade dos investimentos das VCs, estes podem ser classificados conforme o estágio de desenvolvimento e podem ser classificados em *late* ou *early stage.* Ao buscar um investidor, o empreendedor leva em consideração os fundos de acordo com a maturidade do empreendimento (Klingler-Vidra, 2016; Gompers, 1994).

Os estágios de VC definem um *continuum* de riscos de desenvolvimento, os quais são levados em consideração por uma VC na alocação de seus novos investimentos (Quadro 1). Normalmente, os investimentos mais arriscados que uma VC pode fazer são em empreendimentos de *early Stage* (ou seja, *seed*, *startup* e *early stage*), pois esses empreendimentos ainda não possuem um histórico de desempenho e, portanto, têm uma probabilidade maior de fracasso quando comparados aos empreendimentos em estágio mais avançados (Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Gompers & Lerner, 2000; Kaplan & Schoar, 2005; Harris *et al*., 2014).

Quadro 1 – Estágios de financiamento em patrimônio de empresas privadas

Período (Anos)	Nível Risco	Atividade a ser financiada	Investidor típico
7–10	Extremo	Para apoiar uma ideia ou P&D para desenvolvimento de produto.	Amigos, família, governo concessões, financiamento coletivo
5–9	Alto Risco	Inicializando operações ou desenvolvendo protótipos.	Angel, subsídios do governo, Fundos *Seed* de VC
3–7	Alto	Iniciando a produção comercial e marketing.	Fundos de VC
3–5	Alto para Médio	Expansão de mercado, aumentando a necessidade de capital de giro.	Fundos de VC
1–3	Médio	Expansão de mercado, aquisição e desenvolvimento de produtos.	Fundos de PE ou *follow-on* VC *Rounds*
1–3	Médio para Baixo	Financiamento de aquisição.	Companhias multinacionais, PE, *IPOs*

Fonte: Adaptado de Klingler-Vidra (2015).

De acordo com a literatura, o investimento no *Early Stage* é frequentemente considerado mais crítico para a indústria de VC do que nos estágios posteriores, por esses fundos fornecerem suporte nos momentos mais críticos para o sucesso dos empreendimentos. É nessa fase que os empreendimentos possuem uma taxa de mortalidade maior, sendo mais propensos ao racionamento de capital e restrições de liquidez. Portanto, nessa fase há um maior interesse em se investir em potenciais produtos proprietários, exclusividade do produto, e em mercados de alto crescimento (Gompers & Lerner, 1998; Elango, Fried, Hisrich, & Polonchek., 1995).

Por essa razão, Elango *et al.* (1995) acreditam que, se um fundo focar nesse tipo de investimento, poderá ser capaz de melhor compreender a dinâmica da indústria e fazer recomendações melhores sobre a promoção de novas empresas empreendedoras. Por sua vez, segundo os atores, no *late stage,* os fundos focam mais na aceitação do mercado. Ademais, percebe-se que os investidores no *early stage* buscam empreendimentos com maior potencial de retorno, com retorno mínimo de 42% contra 33% no *late stage*.

Por sua vez, de acordo com Gompers (1994), as VCs concentram os investimentos em empresas no *early-stage* e nos setores de alta tecnologia, onde as assimetrias de informações são significativas, e o monitoramento é valioso. O estudo ainda ressalta que as rodadas de investimentos no *early stage* são significativamente menores daqueles aportados nos estágios mais avançados. Além disso, à medida que os ativos tangíveis de um empreendimento vão aparecendo, a duração do prazo de investimento vai espaçando, e a intensidade do monitoramento vai diminuindo.

Adicionalmente, outro fator que parece influenciar o tamanho do fundo é a reputação. Quanto maior e mais experiente for uma VC, maior é a sua capacidade de captar fundos mais volumosos. O fator reputação, especificamente, captura crenças sobre retornos futuros ainda não percebidos no momento presente, consequentemente, o tamanho de um fundo pode estar diretamente relacionado com a sua reputação e histórico (Gompers & Lerner, 1998; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Tian & Wang, 2014).

No estágio *seed*, a expectativa é de que a posse do investimento dure entre 5 e 9 anos. Assim, os investimentos *seed* têm o mais longo horizonte de investimento de VCs, mas, ainda assim, precisam realizar seu *exiting* no prazo de 10 anos do fundo. Por outro lado, os investimentos em estágio inicial referem-se às rodadas A e B, em que o período de investimento esperado é de 3 a 5 anos, sendo sua duração mais curta do que no estágio *seed.* Por sua vez, os investimentos de VC de estágio posterior têm períodos de duração, em geral, ainda mais curtos, e variam de 1 a 3 anos (Kingler-Vidra, 2015, 2016; Gompers & Lerner, 1999; Lerner, 2009).

As VCs frequentemente se especializam em um determinado estágio de desenvolvimento, a busca por um desses fundos pelo empreendedor considera o estágio de seu empreendimento. Os investimentos em empreendimentos em estágio inicial normalmente possuem um fator de risco maior, e, portanto, podem apresentar uma maior probabilidade de fracasso em comparação com empreendimentos em *late stage*. Consequentemente, o risco de portfólio das VCs possui uma correlação positiva em relação às condições de *exiting* (Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016).

A disponibilidade de financiamento para *startups* em estágio inicial tem sido historicamente importante para o crescimento econômico, inovação tecnológica e reputação de uma determinada VC (Gompers & Lerner, 2001; Chemmanur & Fulghieri, 2014; Gompers, Kovner, Lerner & Scharfstein, 2008). De acordo com Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016), em mercados de baixa liquidez, as VCs podem reduzir as alocações de capital em empresas no *Early Stage* dado o alto risco associado a essas empresas. Consequentemente, é observada uma migração dos seus investimentos para empreendimentos em *late stage*.

Alternativamente, conforme apontado na pesquisa de Gao, Ritter and Zhu (2013), identificou-se um forte declínio no número de IPOs com a crise das hipotecas em 2008, que abalou profundamente o mercado de capitais global. Com isso, as VCs tornaram-se mais avessas a risco, preferindo alocar seus recursos em empreendimentos em estágios mais avançados. Contudo, mais uma vez o mercado, em uma demonstração de seu dinamismo, criou alternativas para financiar aqueles empreendimentos em fase bem inicial. Consequentemente, na última década, surgiram outras formas de desintermediação de financiamento de capital como capital anjo, *crowdfunding* e *seed* (Reverte & Badillo, 2019).

De acordo com a publicação anual da NVCA (2020), os investimentos de VC concentrados em *seed, early stage e late stage* foram de 42%, 34%, e 25%, respectivamente. O valor total investido pela indústria de VC alcançou pelo segundo ano consecutivo o recorde de USD 133 bilhões. Ainda de acordo com a publicação, o valor total do investimento global foi de USD 257 bilhões, tendo os EUA 52% de participação no mercado global. O número de *exiting* também quebrou recordes em 2019, atingindo um total de USD 199 bilhões para *exiting* por meio de IPOs e USD 61 bilhões com *exiting* por meio de M&As.

Dado a maturidade do mercado brasileiro, diferentemente dos EUA, as modalidades de investimento anjo e *seed* são classificadas como *early stage*, e as Séries A e B são classificadas como *late stage* (Inside VC Brasil - 2020 1º sem).

Por sua vez, de acordo com o 2º censo de PEVC Brasil (2011), no Brasil, as transações de *buyout* são bastante comuns ainda no estágio de VC, enquanto nos EUA essas transações estão relacionadas exclusivamente a transações de *private equity* (Quadro 2).

Quadro 2 – Comparativo dos estágios EUA e Brasil

Descrição do estágio	NVCA (2020)	ABDI (2010)
Empresas em constituição	*Seed Stage*	*Seed*
Empresas constituídas com poucos anos de vida	*Early Stage*	Startup
Empresas em crescimento e expansão	*Expansion Stage*	*Early Stage*
Empresas relativamente grandes com vendas e faturamento	*Late Stage*	*Late Stage*

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas publicações NVCA (2020) e ABDI (2010).

Na Tabela 4, estão demonstrados os volumes médios de aporte conforme o estágio dos empreendimentos. Com base na mesma, percebe-se que o volume financeiro médio aportado no Brasil é substancialmente menor do que aquele aportado nos EUA.

Tabela 4 – Valores médios por aporte de acordo com os estágios

Estágio	US$ Milhões	
	EUA	Brasil
Seed	2.2	1.0
Series A	15.6	5.8
Series B	33.0	22.7
Series C	59.0	96.9

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações do Inside Venture capital Brasil (2020- 1º sem.) e FUNDZ (Outubro, 2020).

Portanto, nos primórdios de um empreendimento, é amplamente disseminado que a fonte primária de capital de uma *startup* é normalmente bancada com recursos próprios de seus fundadores, e por meio de dívida com amigos, familiares e pessoas mais próximas, fenômeno conhecido como *bootstrap*. Naturalmente, esse tipo de recursos, muitas vezes, não está disponível em volume suficiente que garanta o desenvolvimento de uma forma sustentável (Jones & Mlambo, 2013).

O *early stage* no mercado de VC é crucial para o sucesso dos empreendimentos nos estágios mais avançados, fornecendo recursos financeiros para os empreendimentos, ainda na infância. Por essa razão, muitas das iniciativas e políticas de governos são não só incentivar, como também aumentar a oferta de capital disponível no *early stage*, pois os empreendimentos

que se encontram nesse estágio estão mais propensos a racionamento de capital e restrições de liquidez devido à incerteza e assimetria de informações em grau ainda mais elevado, dificultando o acesso dos empreendedores às fontes de financiamento tradicionais (Gompers & Lerner, 1998, 2001, 2002; Drover *et al.,* 2017; Reverte & Badillo, 2019; Connelly *et al.*, 2011; Cuming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991; Lerner *et al.*, 2014).

Por sua vez, quando um empreendimento se encontra no *early stage*, a fonte alternativa primária de financiamento é o *seed,* que, de acordo com Sahlman (1990), pode ter superado as demais fontes de VC, como fonte primária de financiamento nos EUA. No entanto, essa mesma inferência não pode ser feita para economias emergentes. Contudo, o *pool* dos recursos disponíveis de financiamento anjo e *seed* podem não ser suficientes para as necessidades de capital cada vez mais demandadas nesses países (Gompers, 1994).

Importante ressaltar que esse financiamento primário contribui sobremaneira para o fortalecimento da indústria de VC global. Não obstante, as gigantes Apple, Intel, FedEx, Microsoft e Compaq receberam aportes iniciais para poderem desenvolver suas ideias ainda nos seus primórdios, quando ainda funcionavam em garagens (Sahlman, 1990; Gompers, 1998).

Normalmente, as VCs possuem um grau de envolvimento com suas investidas mais profundo do que os capitalistas tradicionais (Hellmann & Puri, 2000; Kingler-Vidra, 2016; Lerner *et al.,* 2014). No entanto, no caso dos investimentos em *early stage*, esse envolvimento é ainda maior e mais demandado, principalmente no que tange à gestão financeira, marketing, vendas e distribuição (Jones & Mlambo, 2013; Hirschman, 1970; Yitzhaki, 2012; Kuemmerle, 2001).

Comumente, as VCs possuem assentos no conselho que lhes asseguram direitos de voto e privilégios de supervisão, que incluem aprovação de orçamento, assessoria no desenvolvimento de produtos ou mesmo direito de substituir equipe de gestão, caso não estejam performando consistentemente (Lerner *et al.*, 2014).

Com base no artigo de Gompers and Lerner (1998), os autores retrataram que os investimentos em *early stage* são geralmente metade da média dos investimentos em *late stage*. Consequentemente, considerando que o volume de tempo gasto no monitoramento e gestão são bastante similares, os fundos de investimento em *early stage* são menores. Ainda com base neste artigo, notou-se que no geral os fundos no estágio *early stage* tendem a ser geridos por gestoras um pouco mais experientes e mais bem estabelecidas.

É sabido que os empreendimentos que levantam fundos no *early stage* normalmente precisam de várias outras rodadas de financiamento. Portanto, as VCs são motivadas a manter ou aumentar suas participações nas *startups* à medida que estas vão crescendo, e os fundos de

VC alocam porções de seu capital do fundo *seed* para financiamento de *follow-on* para que possam investir nas rodadas de financiamento dos estágios A, B ou mesmo em estágio posterior. Os fundos de VC normalmente realizam um *follow-on* apenas para os empreendimentos mais promissores do seu portfólio original de *seed.* Consequentemente, isso acarreta menos empreendimento para se investir. Por outro lado, quanto maior for o investimento em um empreendimento, maior a participação acionária no empreendimento (Deeg & Hardie, 2016; Kingler-Vidra, 2016).

Segundo Schwienbacher (2013), com base nos resultados de sua pesquisa em que coletou dados sobre fundos VC cujos recursos foram captados entre 2005 e 2011, nos EUA, 46,8% dos fundos têm foco em *early stage*, 44,4% têm foco em *late stage* e apenas 8,8% são generalistas. Sob a perspectiva do Brasil, de acordo com o estudo da Inside VC Brasil - Distrito (1º sem/2020), 74,1% do número de aportes realizados no 1º semestre de 2020 foram nos estágios *early stage* (*seed* e *pré-seed)*, enquanto o volume investido em *late stage* foi da ordem de 89,2% do total de aportes.

À medida que o empreendimento vai amadurecendo e se desenvolvendo, são necessárias novas rodadas de captação rumo ao *late stage*. Essas novas rodadas ocorrem, em média, a cada 2 anos, e podem ser captadas pelas VCs que contribuíram no *early stage*, podendo-se admitir uma nova VC, que pode não ter investido nas rodadas anteriores (Broughman & Fried, 2010).

Segundo Tykvová (2017), os aportes nas fases inicial e final são, normalmente, concedidos por investidores distintos. Segundo o autor, isso ocorre porque o investidor de VC em estágio inicial não tem o volume de fundos suficientes para financiar o empreendimento nas fases mais desenvolvidas.

Historicamente, a maioria dos *follow-ons* são captados por meio de rodadas externas (Lerner, 1994), em que um novo VC negocia os termos, e normalmente, é sócio-líder do investimento, podendo alguns ou todos os VCs existentes participarem da nova rodada junto com o novo VC. Diante disso, observa-se que novos investidores podem mitigar conflitos entre os fundadores e os VCs existentes, principalmente sobre a determinação do valor da empresa (Brander, Amit & Antweiler, 2002; Lerner, 1994), pois a cada nova rodada é feita uma nova precificação do empreendimento.

A adoção de um novo investidor reduz o risco de litígio (King, 1997). Por outro lado, novos investidores podem expandir a rede de relacionamento de uma *startup* (Hochberg *et al.*, 2007), e, consequentemente, melhorar a diversificação de fundos (Tian, 2012).

No entanto, segundo Bengtsson and Sensoy (2009), nos últimos anos, mais da metade de todos *follow-on* foram estruturados com rodadas internas, que são utilizadas para amarrar o

empreendedor por meio de uma negociação coercitiva, em que há assimetria de informações entre investidores existentes e os futuros financiadores, o que pode se tornar um entrave para a captura de um novo financiamento competitivo de um financiador externo (Rajan, 1992; Von Thadden, 2004).

Normalmente, as *startups* recebem aportes de VCs por meio de várias rodadas de investimento (estágios), cada um negociado e precificado separadamente. Por sua vez, tanto os investidores participantes quanto os termos de financiamento podem variar de uma rodada para outra (Gompers, 1995). Tipicamente, cada nova rodada é sindicalizada entre vários fundos de VC (Gompers & Lerner, 1999), sendo habitualmente o fundo com maior participação no empreendimento designado líder. É esse líder que irá negociar os termos de investimento com o conselho de administração da *startup* e seus acionistas correntes

No entanto, o estudo de Broughman and Fried (2010) revelou que não há uma correlação positiva entre o uso de rodadas internas como instrumento para diluição. Ao contrário, o estudo retrata que as rodadas internas são geralmente utilizadas para financiamento para suportar empresas marginais, que não teriam capacidade para atrair investidores externos. O estudo ainda apontou que, quando os VCs conduzem rodadas internas, a determinação do valor da empresa tende a ser alto, para reduzir o risco de litígio. Ademais, o estudo constatou que as rodadas internas são mais prováveis de ocorrer em empresas nas quais as VCs estejam perdendo dinheiro. Por outro lado, foi observada uma correlação positiva entre a deterioração do mercado e o aumento no número de rodadas internas.

3 METODOLOGIA

A metodologia aplicada neste empreendimento científico está apoiada no trabalho de Gil (1999), o qual retrata que o processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico denomina-se pesquisa e tem como objetivo a descoberta de respostas para problemas. Neste capítulo serão apresentados o método utilizado na pesquisa de campo bem como as estratégias de coleta e análise de dados.

Esta pesquisa faz uso da estratégia de pesquisa qualitativa, com finalidades exploratórias. O estudo exploratório é desenvolvido no sentido de proporcionar uma maior familiaridade com o objeto de pesquisa e maior compreensão sobre fenômenos incipientes. Envolve levantamento bibliográfico, entrevistas com pessoas que têm prática com o problema a ser explorado, pesquisa documental de publicações, dentre outras técnicas de pesquisa (Gil, 1999). “Pesquisas Exploratórias são desenvolvidas com o objetivo de proporcionar visão geral, do tipo aproximativo, acerca de determinado fato. Esta forma de pesquisa é realizada especialmente quando o tema escolhido é pouco explorado.” (Gil, 1999, p.43)

Inicialmente, deve-se registrar o emprego da pesquisa bibliográfica utilizada ao longo da construção do referencial teórico e demais capítulos desta dissertação. Conforme Vergara (2010), esse tipo de pesquisa se desenvolve com base em livros, revistas e outras fontes de dados secundários de livre acesso ao público em geral.

Conforme mencionado, no que tange à pesquisa de campo, esse empreendimento científico faz uso da estratégia de pesquisa qualitativa. De acordo com a literatura, denomina-se pesquisa qualitativa uma forma de estudo na qual o pesquisador coleta e analisa os dados utilizando um processo não matemático e que tem como objetivo identificar padrões e relações com o esquema teórico (Strauss & Corbin, 2008). De acordo com Malhotra (2011), os métodos qualitativos se caracterizam pelo uso de instrumentos de coleta de dados não estruturados, baseados em pequenas amostras, que proporcionam *insights* e uma maior compreensão sobre o objeto de estudo. Ainda conforme o autor, as pesquisas qualitativas apresentam aderência aos estudos exploratórios.

Conforme Vergara (2010), toda pesquisa científica tem claramente definido qual é o seu universo. Conforme a autora, o universo de pesquisa é o conjunto de elementos que possuem as características que serão objeto de estudo, sobre o qual repousa o interesse da investigação. Sendo assim, tem-se que o universo da pesquisa de campo empreendida constitui-se como gestores de fundos de *Venture Capital*, que atuam, principalmente, no segmento de empresas de tecnologia.

3.1 Estratégia de Coleta de Dados

No que se refere à estratégia de coleta de dados, optou-se pela aplicação de entrevistas em profundidade com o apoio de roteiros não estruturados de pesquisa. Conforme Vergara (2010), essa técnica se caracteriza como uma "entrevista por pautas". Segundo a autora, essa abordagem garante o acesso aos temas de interesse da pesquisa, uma vez que o pesquisador estabelece os pontos a serem abordados ao longo da entrevista e tende a obter maior profundidade em seus achados, sem prejudicar o processo de interação com o entrevistado.

A seleção dos indivíduos entrevistados listadas no Quadro 3, inicialmente, se deu a partir da rede de contatos profissionais do pesquisador, o que caracteriza a amostragem por conveniência e por julgamento (Malhotra, 2011). Além disso, utilizou-se a técnica de bola de neve (Malhotra, 2011), na qual os primeiros entrevistados indicam outros indivíduos a serem entrevistados. Ao final do trabalho de coleta de dados e evidências, foram realizadas 10 entrevistas, com duração média de 39 minutos, por meio de sistema de videoconferência com a funcionalidade de gravação. Foi seguido o roteiro (Apêndice A), construído com base no referencial teórico (Capítulo 2) e tendo como referência o problema e os objetivos do estudo em tela.

Quadro 3 – Relação de entrevistas

Entrevista	Gênero	Tipo de Fundo	Atuação	Tempo	Forma de entrevista
EP1	Masculino	VC	Global	25'	Videoconferência
EP2	Masculino	VC	Global	23'	Videoconferência
EP3	Masculino	VC	UK/LATAM	34'	Videoconferência
EP4	Masculino	VC	Brasil	32'	Videoconferência
EP5	Masculino	VC	Global	28'	Videoconferência
EP6	Feminino	VC	Brasil	35'	Videoconferência
EP7	Masculino	VC	Brasil	45'	Videoconferência
EP8	Masculino	VC	Brasil	49'	Videoconferência
EP9	Masculino	VC	Brasil	49'	Videoconferência
EP10	Masculino	VC	Brasil	68'	Videoconferência

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os critérios de escolha dos entrevistados foram estabelecidos considerando-se o interesse em analisar as práticas e percepções de gestores com experiência na indústria de VC. A seleção se deu a partir da rede de contatos do pesquisador e envolveu a análise de seu histórico profissional por meio da plataforma LinkedIn. Além disto, estabeleceu-se que todos os entrevistados deveriam atuar em uma gestora com forte atuação no cenário nacional, independentemente de ser puro sangue, doméstica ou não. Por fim, buscou-se contemplar profissionais que gerenciam fundos que investem em empresas de tecnologia.

Todos os entrevistados foram previamente informados sobre a temática da pesquisa e voluntariamente expressaram interesse e consentimento com os procedimentos adotados. Foram ainda informados de que poderiam se recusar a responder qualquer pergunta, assim como interromper a entrevista em qualquer momento. Aos entrevistados também foi garantida a confidencialidade sobre suas identidades, assim como das empresas nas quais trabalham. Dadas as considerações de Goldim, Pithan, Oliveira e Raymundo (2003), o Consentimento Livre e Esclarecido foi concedido a partir do método de comunicação verbal, sendo registrado por meio da gravação de áudio. No total, foram coletadas 6 horas e 46 minutos de entrevistas.

3.2 Estratégia de Análise de Dados

A análise de dados foi realizada a partir da Técnica de Análise de Conteúdo, baseada na concepção de Bardin (1977). Para Bardin (1977 *apud* Vergara, 2011, p.15), a Análise de Conteúdo pode ser definida como "um conjunto sistemático de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição dos conteúdos da mensagem". Conforme a autora, o procedimento básico da Análise de Conteúdo se dá a partir do exercício de categorização dos dados e evidências. Para esta pesquisa, devido à incipiência do conhecimento sobre o tema e à busca por novos *insights*, optou-se pelo processo de categorização a partir de uma "grade aberta", na qual as categorias emergem e se estabelecem por meio do exercício analítico (Vergara, 2011).

A análise de dados e o processo de categorização foram realizados inicialmente a partir do resgate dos vídeos das entrevistas e da transcrição dos seus principais pontos, utilizando-se a ferramenta Microsoft Excel (Excel). Desta forma, após tal processo de organização dos dados, seguindo as orientações de Strauss and Corbin (2008), o processo de análise envolveu a organização temática dos achados da pesquisa, para que posteriormente fosse possível identificar as categorias e subcategorias que emergiram a partir do *corpus* de pesquisa, considerando os construtos, as proposições obtidas na revisão de literatura (Apêndice B) e os

objetivos do estudo. Em seguida, as categorias e subcategorias que explicam cada um dos subtemas abordados na pesquisa foram organizadas em quadros, bem como foram selecionados os trechos das transcrições mais relevantes e emblemáticos para elucidação de cada categoria. Tal processo deu origem a um arquivo de texto (Word) de 27 páginas. Os quadros com as categorias e subcategorias, assim como os principais trechos das transcrições podem ser consultados no Capítulo 4, no qual se apresenta a análise dos dados. Por fim, vale mencionar que o processo de análise levou à identificação de 8 temáticas específicas, 11 categorias e 66 subcategorias.

4 ANÁLISE DE DADOS

Neste capítulo são apresentadas as análises dos dados obtidos durante o processo de coleta de informações por meio de entrevistas em profundidade, com o apoio de roteiros não estruturados de pesquisa. Essa análise foi efetuada com base na análise de conteúdo através da categorização de conceitos a partir de temas específicos, conforme demonstrado na Seção 3.2. Além disto, essa seção articula os achados da pesquisa com a literatura sobre o tema e os dados relativos ao mercado de VC no Brasil e no mundo, de modo a promover uma visão mais aprofundada sobre o tema e se atingir os objetivos do estudo.

Antes do início de cada entrevista, foi informado ao entrevistado sobre a confidencialidade, que a identidade deles não seria revelada na pesquisa. Adicionalmente, a fim de se evitarem respostas enviesadas, não foi evidenciado o objeto de estudo. Ainda na parte de aquecimento, foi explicado que o objeto da pesquisa versava sobre as dificuldades encontradas pelos fundos de VC no Brasil. Somente na última parte, era revelado o propósito central, cujo foco é entender as dificuldades encontradas pelos fundos de VC domésticos de investirem nas rodadas de *late stage* de *startups* no Brasil.

4.1 Perfil dos Entrevistados

No total foram realizadas dez entrevistas com gestores de fundos de *Venture Capital* globais ou não com presença marcante no Brasil. No que tange aos entrevistados, cujos dados estão apresentados no Quadro 4, observa-se que 50% são graduados em Administração, 30% em Engenharia e 20% em Economia. Em relação ao tempo de experiência, todos os entrevistados apresentam mais de dez anos, e no que tange ao nível hierárquico, observa-se que a grande maioria é formada por Sócios, no caso de gestoras nacionais, e Principal, para os casos de gestoras globais com atuação no Brasil.

Quadro 4 – Perfil dos Entrevistados

Entrevista	Nível Hierárquico	Formação	Universidade	Geografia	Tempo Experiência
EP1	Sócio	Engenharia	Harvard	Brasil - SP	10 anos
EP2	Principal	Engenharia	Columbia	EUA - NY	15 anos
EP3	Sócio	Economia	University Dublin	Brasil - SP	20 anos
EP4	Sócio	Administração	Nova Southeastern	Brasil - SP	27 anos
EP5	Principal	Administração	Harvard	Brasil - SP	14 anos
EP6	Sócia	Administração	FGV	Brasil - SP	11 anos
EP7	Sócio	Administração	Harvard	Brasil - SP	19 anos
EP8	Sócio	Engenharia	CUA-SP, FGV	Brasil - SP	15 anos
EP9	Sócio	Administração	Saint Louis University	Brasil - SP	18 anos
EP10	Principal	Economia	Stanford	Brasil - SP	11 anos

Fonte: Elaborado pelo autor.

Sobre a trajetória profissional e experiência dos entrevistados, percebe-se que se trata de um grupo bem seleto, todos com mais de 10 anos de experiência no mercado de VC.

Ainda em relação à experiência dos entrevistados, observa-se que 50% deles, que contemplam o EP2, EP5, EP6, EP9 e EP10, iniciaram suas carreiras profissionais trabalhando em grandes bancos de investimentos ou em empresas diretamente ligadas ao mercado financeiro. Somente os entrevistados EP1, EP3, EP4, EP7, e EP8 não tiveram passagem pelo mercado financeiro.

Alternativamente, à exceção do entrevistado EP1, que iniciou a sua carreira em uma grande consultoria global de estratégia, os três entrevistados restantes, que não tiveram experiência prévia no mercado financeiro (EP3, EP4, EP7, EP8), iniciaram as suas carreiras como empreendedores, ou seja, tiveram a experiência de vivenciar *in loco* as dificuldades que vivem os empreendedores no ecossistema.

Por último, mas não menos relevante, observou-se que todos os entrevistados, sem exceção, tiveram sua formação universitária em grandes universidades, no Brasil ou no Exterior, e são pós-graduados. As universidades são consideradas excelentes, sugerindo que o nível de exigência da indústria é altíssimo.

4.2 Análise das Entrevistas

4.2.1 Visão Geral sobre o Mercado de VC no Brasil e as Barreiras encontradas

Nessa primeira temática, a intenção foi observar de maneira geral o ponto de vista dos entrevistados acerca do mercado de VC no Brasil, para servir de norte ao restante da entrevista. Imediatamente, na sequência, perguntou-se quais seriam as principais barreiras encontradas pelas *startups* na captação de financiamento. Tomou-se o cuidado de se perguntar de maneira aberta, a fim de eliminar qualquer chance de enviesar a resposta.

No Quadro 5, encontra-se a síntese com as principais características observadas na primeira parte da pergunta que questionava sobre a visão geral do mercado de VC no Brasil. Para isso, com base nas respostas, foram identificadas quais eram as principais categorias e subcategorias encontradas. Vale mencionar que, seguindo as orientações de Bardin (1977), a frequência com a qual cada categoria foi mencionada pelos entrevistados foi verificada, para que se pudesse identificar a predominância de tais achados. Desta forma, os quadros que apresentam as categorias e subcategorias encontradas apresentam entre parênteses o número de entrevistas em que cada um desses elementos foi mencionado.

Quadro 5 – Visão geral sobre o mercado de VC no Brasil

Categoria	Subcategorias
Amadurecimento do mercado	**Causas**: Juros baixos/Aumento da disponibilidade do capital (5); Empreendedores Seriais (2); Condições do mercado de trabalho (1). **Caracterização:** Efeito máfia (3); Replicação do modelo dos EUA (1); Foco em tecnologia/internet (1). **Problemas:** Presença flutuante do capital estrangeiro (1); Ausência da participação de seguradoras e fundos de pensão (1); Participação tímida das universidades (1); Falta de diversidade (1).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que os entrevistados afirmaram que há apenas uma década esse mercado era incipiente e pouco desenvolvido, que contava com pouquíssimas gestoras de VC, tendo um alcance demasiadamente limitado, o que os leva a um entendimento comum sobre o Amadurecimento do Mercado. A fim de corroborar com essa afirmação, pode-se observar que, em 2011, o volume de investimentos era de apenas USD 149 milhões, com um volume total de 76 negociações. Em 2021, passada uma década, o volume de investimento saltou para USD

3,49 bilhões, com um total de 482 negociações (Inside Venture Capital /Distrito Miner - Wrap up 2020).

Um outro argumento utilizado de forma unânime pelos entrevistados foi o caso da 99, empresa de *ride-hailling*, que se tornou um grande marco para a indústria no Brasil, quando em 2019, ao ser adquirida pela chinesa Didi Chuxing, transformou-se no primeiro unicórnio brasileiro. Hoje, passados apenas dois anos, já temos mais de 15 unicórnios. Essa transação foi importante porque seguramente, e eles foram taxativos em afirmar, deu uma segurança maior para que os investidores estrangeiros pudessem investir mais no Brasil.

Vários foram os fatores propulsores do **Amadurecimento do Mercado**, mas, sem dúvida nenhuma, a questão relativa aos **Juros Baixos e Aumento da Disponibilidade do Capital** foi a mais destacada. A queda dos juros provocou um deslocamento do capital da renda fixa, que era remunerado pelas altas taxas de juros, para investimentos em empreendimentos mais arriscados, buscando a remuneração do capital, que antes era suprida pelo rentismo. Os **Juros Baixos** provocaram um efeito muito positivo na economia, principalmente na indústria de VC, proporcionando o **Aumento da Disponibilidade de Capital**.

Ou seja, o investidor sabe que, para remunerar seu capital, terá que correr certos riscos, que outrora eram obtidos na renda fixa (rentismo).

> "O mercado tem evoluído muito. Eu cheguei a montar uma startup no Brasil em 2011 (...). São mundos completamente diferentes. Na época não havia muitos VC. Eram pouquíssimas fontes que faziam seed money, muitos precisavam de alguma prova, algum (...) Tinha séries A, mas não tinha anjo mesmo. Eu acho que agora isso mudou muito." **(EP2 – Amadurecimento do Mercado/Juros Baixos e Aumento de disponibilidade de Capital).**

> "Teve esse primeiro momento que foi de tatear no escuro. Fundos pequenos, pouca governança, pouca estrutura, mas que tiveram coisas que deram certo. (...) Durou pouco tempo, pouca estrutura. As empresas mais importantes daquela geração não foram financiadas pelo VC. Não tinha esse dinheiro aqui. Em 2011, 2012, você tem uma segunda geração que dura até 2017. Que é uma geração de fundos importantes, o primeiro fundo da Kaszek, o primeiro fundo de USD 100 milhões na região. Os fundos foram ficando maiores. Você começou a ter mais dinheiro, começou a se tornar alguma coisa, mas o empreendedor tinha pouca opção." **(EP7 – Amadurecimento do Mercado/Juros Baixos e Aumento de disponibilidade de Capital).**

Não à toa, o mercado de VC no Brasil bate recordes atrás de recordes. Segundo o Inside Venture Capital Report (Distrito Miner - Jul/2021), o volume total investido em 2019 foi de USD 3 bilhões. Em 2020, que foi severamente impactado pela pandemia, o valor total investido foi da ordem de USD 3,5 bilhões. O total investido até julho de 2021 foi da ordem de USD 5,6 bilhões, ou seja, 60% maior do que o ano inteiro de 2020. Conforme observado por Tuomi and Castro Neto (2013) e Carvalho, Galluci Neto and Sampaio (2014), a queda na taxa nominal de juros provoca um aumento do investimento em VC, e este, por sua vez, pode ser identificado

como uma das principais alavancas para a retomada econômica do Brasil. Adicionalmente, a correlação positiva entre o volume de captação de VC com o aumento da atividade econômica foi corroborado por Chemmanur and Fulghieri (2014) e Gompers and Lerner (1998, 2001).

A segunda categoria mais observada é Empreendedores Seriais e está diretamente ligada ao sucesso obtido por empreendedores que conseguiram obter um retorno sobre o investimento acima da média, e por essa razão tornaram-se investidores ou gestores.

Embora esse fenômeno não tenha sido foco da pesquisa em tela, há relação com o observado por Drover *et al*. (2017), que afirmam que os empreendedores de sucesso tornam-se, muitas vezes, investidores anjos que buscam financiar e agregar valor, orientando as empresas investidas em sua área de atuação. Esses ex-empreendedores têm uma característica e tendem a assumir uma postura menos formal na abordagem de investimento, especialmente no que diz respeito à *due-diligence* conduzida, bem como na formalização dos contratos e controles envolvidos.

> "Aí começa, eu acho que nos últimos 2 anos, o primeiro fenômeno. Não são os founders, porque nem todos quiseram voltar a empreender, mas alguns sim. Por exemplo, o iFood, o Patrick e o Bonifácio voltaram a empreender, voltaram a investir etc. Mas começa o primeiro fluxo nos últimos 2 anos para mim(...) então todo mundo que era do nível gerencial para cima dessas grandes empresas vindo empreender. Começa um fluxo desses grupos que se retroalimentam. Essa simbiose de ecossistema, essa dimensão de relacionamento começa a ficar mais presente." **(EP10 – Amadurecimento do Mercado/ Empreendedores Seriais).**

Corroborando a questão da **Empreendedor Serial**, Ainda na subcategoria de **Amadurecimento do Mercado**, em relação à caracterização dos fenômenos observados, ficou evidente que o mais frequente foi, sem dúvida nenhuma, a observação do **Efeito Máfia**.

> "A 99 não é o primeiro grande caso, mas é o primeiro grande caso de Venture tracking com visibilidade, com a equação integrada a história de unicórnio e que gerou através deles o primeiro circuito das máfias, que eles chamam. Que é o modelo americanizado, a lá Paypal, Ebay etc. Aí eu acho que, embora houvesse outros casos de maior sucesso, magnitude e relevância, como o Mercado Livre na Argentina, cuja presença no Brasil sempre foi massiva, mas nunca gerou o efeito máfia." **(EP10 – Amadurecimento do Mercado/Cases de sucesso e efeito máfia).**

Nesse contexto, observa-se que, assim como destacado na teoria, embora não tenha sido objeto de análise desta pesquisa, o conceito do **Empreendedor Serial** é de suma importância para retroalimentação do ecossistema de *startups*. Esse fenômeno vem sendo observado nos EUA, até por uma questão de amadurecimento do mercado, e tem como um dos seus ícones o caso da Paypal (Twomey, 2007). Aqui no Brasil, é um fenômeno relativamente novo e que passou a ser observado, principalmente, após o sucesso produzido pela venda da 99 à Didi

Chuxing. As demais características, que não foram frequentes, não serão objeto de análise nesta pesquisa.

No que tange às principais **Barreiras** encontradas na captação de recursos por parte das *startups*, os fenômenos observados estão sumarizados no Quadro 6.

Quadro 6 – As principais barreiras encontradas na captação

Categoria	Subcategorias
Barreiras	**Causas**: Falta de preparo do empreendedor (7); Taxa de mortalidade das empresas (3); Falta de segurança jurídica para investidores estrangeiros (1). **Caracterização**: Concentração Geográfica (2); *Overlap* de ideias (1); Ausência de incubadoras (1). **Problemas**: Falta de preparo das equipes (1); Fundos de pensão não podem investir em VC (1); Custo de manutenção de empresas no Brasil (1); Capacidade de atrair mão de obra (1).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os entrevistados foram unânimes em afirmar que das principais **Barreiras**, sem dúvida nenhuma, a falta de preparo do empreendedor foi de longe a mais destacada, o que corrobora a teoria estudada nesta pesquisa. Baron and Hannan (2002), Hellman and Puri (2000) e Gompers *et al.* (2010) mostram que o sucesso passado como empreendedor é um fator importante a ser considerado pelas VCs para atração de potenciais investimentos. Ademais, esses autores destacam também a importância da equipe.

> "O grande desafio hoje é a falta de conhecimento do mundo de Venture Capital. Eles não conhecem realmente qual é o modelo que o investidor gosta e busca (...). Mas eu diria que a falta de preparo da equipe, não por culpa deles, mas porque é uma área nova, eles estão aprendendo. A maioria é a primeira vez vendendo, normalmente é com amigos da escola, da universidade e muitas vezes eles estão desenvolvendo soluções ou que não é original, já foi testado e não deu certo ou porque já tem outros que estão mais na frente e vão dominar esse mercado. Aí o investidor não vai investir num outro desse mesmo ramo, porque muitas vezes só tem espaço para um ou dois no mesmo segmento." **(EP3 – Barreiras/Falta de preparo do empreendedor).**

> "(...) dinheiro para Early Stage não falta, faltam bons projetos. (...) A gente cadastra mais de 1000 empreendedores novos por ano, não é falta de hunting, não é falta de dinheiro. A gente busca a melhor qualidade possível sempre. Com tanta informação que tem hoje, o cara não sabe estruturar, não sabe fundraising, como se escala um negócio tech hoje. Se ele não tivesse participado ou trabalhado numa startup, entra na internet. Eu acho que de um lado é isso, a combinação de saber fazer, porque fez na prática, versus o conhecimento teórico." **(EP2 – Barreiras/Falta de preparo do empreendedor).**

Uma outra característica citada com maior frequência foi a questão da taxa de mortalidade. Novamente, uma evidência colhida no campo corrobora a teoria. *Startups* são

empreendimentos de alto risco, com alto potencial de retorno, que apresentam uma assimetria de informações entre os empreendedores e as fontes de financiamento tradicionais (Gompers & Lerner, 1998, 2001, 2002; Drover *et al*., 2017; Reverte & Badillo, 2019; Connelly *et al.*, 2011; Cuming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991).

> "Tem dois prejuízos que o VC causa na cadeia como um todo. Um é o excesso de risco. Eu coloco o empreendedor para crescer muito mais rápido e de forma muito mais forte do que ele está preparado. Ele e a empresa. Então tem um incremento não desprezível de risco, o que faz com que a mortalidade entre séries de investimentos de VC, isso eu vi nas estatísticas dos EUA, não caia. Tipicamente a taxa de mortalidade de uma série A, B e C é ao redor de 75%. Três quartos de cada uma das séries vão dar errado. Isso significa que você não está mitigando o risco na construção do negócio." **(EP10 – Barreiras/Taxa de Mortalidade nas Empresas)**.

Em relação ao fenômeno Falta de preparo do Empreendedor, temos a caracterização da Concentração Geográfica. Aqui, novamente, há uma conexão direta com a literatura. Conforme apontado por Kortum and Lerner (2000), observou-se uma concentração em Nova Iorque e no Vale do Silício.

Curiosamente o mesmo fenômeno de concentração também é observado no Brasil, tendo São Paulo como a principal meca do mercado de VC no Brasil. Durante o exercício de 2020, São Paulo atraiu 80% dos investimentos realizados no Brasil (Inside Venture Capital Brasil - Wrap up 2020).

> "Tem uma barreira geográfica, a concentração de capital é absoluta em São Paulo e acabou. Se você não roda aqui, não adianta. Você vai falar com três fundos, quatro, no Sul, um ou dois no nordeste inteiro. No Norte eu nem sei o que tem e no centro oeste que eu sei tem um. Essa concentração para ser sincero, é um fenômeno que lá fora começou a ser quebrado muito recentemente. Lá era concentrado em NY e no Silicon Valley." (**EP10 – Barreiras/Concentração Geográfica).**

Não obstante, novamente há uma clara identificação com a teoria, uma vez que o fenômeno da concentração geográfica também foi observado nos EUA, que dadas as suas dimensões continentais, possui uma concentração de atividade de VC no Vale do Silício na região de Nova Iorque, conforme retratado por Kroton and Lerner (2000).

Conforme já retromencionado, as demais categorias, dada a baixa frequência, não estão sendo objeto de análise neste trabalho.

4.2.2 Vantagens das VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento

Nessa pergunta, o objetivo principal foi traçar um comparativo entre as fontes tradicionais de financiamento, que incluem, mas não se limitam, as linhas de crédito e

financiamentos, incluindo as agências de fomento, e a modalidade de VC, para avaliar as principais características.

Quadro 7 – Vantagens das VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento

Categoria	Subcategorias
Smart Money	**Causas**: Gestão e Administração (12); Planejamento Estratégico (12). **Caracterização**: Apoio no Recrutamento (4); Redução do Custo de Captação (4); Atração de Investimentos (2); Construção de Produto (1).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme citado por Cumming *et al.* (2005) e por Drover *et al.* (2017), os fundos de VC provêm não somente recursos financeiros, mas contribuem com as *startups* no apoio ao planejamento estratégico, na gestão e administração e nas ações de marketing. Como resultado, dependendo da VC, o volume de capital comprometido pode ser ainda maior.

> "Mas eu acho que a principal vantagem vai além disso, vai além do dinheiro em si. Vai muito no lado estratégico. Eu acho que os VCs depois de ver dezenas e dezenas de transações de negócios que deram certo e deram errado também, acabam desenvolvendo uma habilidade de ler padrões de tal forma que você acaba conseguindo identificar se a companhia está indo para o lugar certo. Você consegue ter um cheiro de como as coisas estão se desdobrando e fazer as provocações e orientações corretas para os empreendedores que estão começando. A ajuda estratégica é muito importante, além da abertura de porta com o cliente, uma ajuda em recrutamento, ajuda em captar as próximas rodadas e muito no produto. O produto que você está fazendo, jornada do usuário, estratégia como um todo. Então, o Venture Capital não é simplesmente um dinheiro pelo dinheiro. Normalmente é um smart money." **(EP1 – Smart Money/ Gestão e Administração & Planejamento Estratégico).**

Por sua vez, as *startups* são empreendimentos de alto risco com alto potencial de retorno, que naturalmente apresentam um expressivo valor de ativos intangíveis e carregam uma incerteza bastante grande quanto ao sucesso do seu empreendimento. Esses fatores inviabilizariam qualquer chance de aprovação de financiamento nas modalidades tradicionais que permitisse o desenvolvimento do seu plano de negócios (Reverte & Badillo, 2019; Gompers & Lerner, 1996, 1998, 2001; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Bygrave & Timmons, 1992; Cumming *et al.*, 2006; Kortum & Lerner, 2000).

Consequentemente, com base na subcategoria ***Smart Money***, há uma caracterização do **Apoio no Recrutamento**, o qual podemos observar no recorte acima, e talvez mais importante do que isso seja a **Redução do Custo de Captação**, conforme podemos observar na transcrição seguinte.

> "Poxa! Hoje em dia, para você conseguir captar, expandir e ganhar escala, você precisa realmente fazer um investimento muito alto. É um investimento de dívida, você consegue até certo limite, né? Primeiro, porque você não tem colateral, você não tem ativos... Acaba que você consegue até ter um Venture Debt por um tempinho, mas não é a dívida mais sustentável do mundo, porque você vai precisar de equity para pagar essa dívida. Você só vai se tornar rentável no longo ou no médio prazo, dependendo do tipo de startup. Esse é o desafio do venture debt. Acho que ele não dá muita opção para o investidor que quer escalar. Vamos pegar um exemplo no NuBank. Ele é um banco digital que captou mais de bilhão. Você nunca conseguiria chegar nem perto com Venture Debt. Ele tem um apetite até certo momento e ainda tem essas questões de custos etc." **(EP5 – Smart Money/Redução do Custo de Captação).**

> "(...) O risco é altíssimo e naturalmente o custo dessa dívida seria exorbitante. Então, se for possível essa opção, o custo provavelmente vai ser muito alto. Aqui eu estou falando de companhias já operacionais. Tem um ponto de vista prático muito importante: você não vai ter acesso a dívida e se tiver, o custo vai ser exorbitante." **(EP1 – Smart Money/Redução do Custo de Captação).**

As avaliações dos recortes das entrevistas corroboram a teoria de que as VCs representam uma boa alternativa de financiamento às *startups*, por não requererem garantias (Gompers & Lerner, 1998, 2001), mas principalmente no que representa o *Smart Money*, no qual as VCs fornecem muito mais do que simplesmente os recursos financeiros, mas sim todo *expertise*, principalmente no desenvolvimento em conjunto com os empreendedores do planejamento estratégico, na gestão, administração, governança e no marketing e vendas (Drover *et al*., 2017; Gompers & Lerner, 1996, 2001, 2004; Gompers *et al*. 2006).

4.2.3 Estruturação do fundo, ciclo de vida e prazo de duração

Nessa etapa da entrevista, o objetivo principal era avaliar se os mercados seguiam os padrões apontados pela teoria. Objetivamente, aqui não ocorreu qualquer divergência no padrão observado na literatura. Importante ressaltar que os fundos estrangeiros e alguns nacionais, cujas captações foram realizadas *off-shore*, utilizavam a estrutura de LP e GP. No caso do Brasil, por uma questão fiscal, 100% dos fundos são Fundos de Investimentos em Participação (FIP), o qual tem a vantagem do deferimento do imposto de renda, que somente deverá ser recolhido na alienação do investimento.

Essa estrutura foi retratada por Chemmanur *et al*. (2014), por Gompers and Lerner (1998, 2001, 2006), e por Reverte and Badillo (2019), conforme demonstrado na Seção 2.2. No caso do FIP, que abrange substancialmente o mercado brasileiro, esse fenômeno foi retratado também na Seção 2.2. e está em consonância com a publicação da ABDI (2011), que cita as instruções da CVM Nº209/94. O FIP é regulamentado pela CVM.

Quadro 8 – Estrutura Legal do Fundo, Ciclo de Vida e Prazo Médio do Fundo

ID	Estrutura da VC	Ciclo de Vida	Prazo médio do Fundo
EP1	LP/GP	3 ciclos	12 anos
EP2	LP/GP	3 ciclos	10 anos
EP3	LP/GP	3 ciclos	10 anos
EP4	LP/GP/FIP	3 ciclos	10 anos
EP5	LP/GP	3 ciclos	5 anos
EP6	LP/GP/FIP	3 ciclos	10 anos
EP7	LP/GP/FIP	3 ciclos	10 anos
EP8	SPC + GP	3 ciclos	5 anos
EP9	LP/GP/FIP	3 ciclos	10 anos
EP10	LP/GP	3 ciclos	10 anos

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base no Quadro 8, nota-se que, independentemente da estrutura da VC, todos eles classificam seus ciclos de vida em 3 momentos: Captação de Recursos, Investimento e *Exiting*. Esses ciclos foram identificados por Gompers and Lerner (1998, 2001, 2002), e por Hellmann and Thiele (2015), conforme descrito na seção 2.1. desta pesquisa.

No tocante ao prazo de duração do fundo, somente o EP5 e EP8 indicaram que o prazo médio de duração do fundo é de 5 anos, com flexibilidade para extensão. No caso do EP5, embora esteja estruturado em LP/GP, o fundo funciona como um grande *family office*. Ou seja, há investimentos em que a Gestora pode investir por mais de 5 anos. Normalmente, transfere-se de um fundo para o outro. No caso do EP8, ao invés de montar uma estrutura de FIPs, a gestora preferiu aderir à modalidade de SPCs. Entretanto, na prática, funciona muito parecido. O foco da VC é investir em *seed* e *pré-seed* e realizar o investimento para uma outra gestora desenvolver nos estágios mais avançados.

> "A gente tem uma estrutura um pouco diferente, porque no final do dia, como a gente capta com famílias, a gente acaba dizendo que somos um grande family office. Não é que a gente levanta um fundo, investe e depois capta de novo. A gente capta diariamente. Temos uma estrutura mais flexível em que a gente consegue captar diariamente. Então, todo esse dinheiro é para a plataforma global, ou seja, o investidor tem acesso a todo o retorno de investimentos na China, Índia, Europa, EUA, América Latina. Não temos um fundo específico para o Brasil. Acho que o Brasil hoje, nossa meta é mexer por volta de 400 a 500 milhões de dólares. Então, a gente não só investe um pouco mais em Early Stage, que é o mundo de venture, mas a gente pega um pouquinho do growth facility." **(EP5 – Smart Money/ Redução do Custo de Captação).**

De maneira geral, no que tange à **Estrutura Legal do Fundo, Ciclo de Vida e Prazo Médio do Fundo**, observou-se, assim como apontado pela literatura retratada na seção 2.2, que os fundos geridos pelos entrevistados seguem o padrão descrito pelos autores. Ou seja, de

maneira sucinta os investidores se organizam nas LPs, e as VCs se organizam na forma de GPs. A relação entre a GPs e LPS são definidas por meio de contratos entre as partes, no qual as GPs assumem todas as responsabilidades legais advindas do gerenciamento do veículo de investimento, que são representados pelos Fundos (Chemmanur *et al*., 2014; Gompers & Lerner; 1998, 2001, 2006; Reverte & Badillo, 2019). No caso específico do Brasil, verifica-se que esse veículo de investimento, por razões tributárias e legais, é estabelecido sob a forma de FIP.

4.2.4 A Importância do Exiting

Talvez essa seção seja a mais importante para conectar com o objetivo geral desta pesquisa. A literatura revela, conforme descrito na seção 1.1, que o sucesso de um empreendimento deve ser medido pelo retorno financeiro que remunera seus investidores (Teece, 1980, 1982; Chemmanur & Fulghieri, 2014; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016).

Portanto, a terceira e última fase do ciclo de uma VC é, sem dúvida nenhuma, a mais importante (Quadro 9). Afinal, dependendo do quão exitosa for a saída de um empreendimento, colabora para a construção do *track record*, que é fator crucial para o sucesso de uma VC na captação de novos fundos (*follow-on*). É essa fase que viabiliza a próxima captação (Gompers & Lerner, 1998, 2001, 2004; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016).

Quadro 9 – A importância do Exiting

Categoria	Subcategorias
Importância do ***Exiting***	**Causas**: Sucesso/Comprovação de Tese (3); Remuneração do Capital (3); Favorece Inovação (1); Qualificação Time (1). **Caracterização**: Empreendedor Serial (2). **Problemas**: Conflito de interesses (2).

Fonte: Elaborado pelo autor.

> "Sem dúvida. Para o exiting, por exemplo, a 99 gerou muitos benefícios para o ecossistema brasileiro. Mostrou para o mundo que dava para vender uma empresa com valuation de um bi de dólar. Gerou pequenos colchões financeiros e muitos deles em mão de obra qualificada com todo o stop options que foi emitido e tudo mais e devolveu para os investidores dos fundos de VC brasileiros, que é fundamental. Para os fundos levantarem os subsequentes, eles precisam ter realizações, não só no papel, mas de fato devolver capital." **(EP2 – Importância do Exiting/ Sucesso/Comprovação de Tese).**

> "É total! Cara, a gente é o único fundo dos maiores que distribui o carry. A gente já fez isso três vezes. Então assim, você injeta muito dinheiro na mão do LP e você comprova a tese. O cara vai pensar "eu ganho dinheiro com esses caras e não é pouca coisa". Agora a gente acabou de distribuir essa semana. O cara está vendo o extrato e está vendo aquele magro 4%, quando vai tudo bem, o cara vê um troço que deu 60, 70% ao ano. O cara não acredita. Então, de um lado você gera uma onda de gente querendo

> reinvestir. Se eu tivesse com fundo aberto, eu teria capturado tudo.” **(EP7 – Importância do Exiting/ Sucesso/Comprovação de Tese & Remuneração do Capital).**

Portanto, ao analisar a relação causal do *Exiting*, percebemos que, mais uma vez, está diretamente associada à literatura. Todos foram unânimes em afirmar que a 99 foi um grande marco no mercado de VC do Brasil. Essa transação, embora tenha sido *buyout*, foi uma demonstração de que o mercado brasileiro, por conta do seu tamanho e problemas a enfrentar, tem um futuro promissor pela frente. Ou seja, as dúvidas sobre a capacidade dos fundos de retornarem o capital aos seus investidores foi dissipada.

Outro fator importante a se destacar é que, uma vez que uma VC obtém sucesso no *exiting*, pode ser observado um fenômeno que é bastante comum em mercados que são mais desenvolvidos. Ou seja, além do fato de a VC criar um *track-record* positivo, o empreendedor e os níveis gerenciais do empreendimento são extremamente bem remunerados. Esse movimento cria um círculo virtuoso em que muitos desses empreendedores e executivos retroalimentam o ecossistema, tornando-se Empreendedor Serial, ou tornam-se investidor, normalmente anjo. Esse fenômeno é também conhecido como máfia. Talvez uma das mais famosas até hoje na indústria seja a Paypal, que produziu investidores sedentos por novos empreendimentos.

> “Com certeza. Porque a gente tem o tal de serial empreendedor, aquele cara que teve um exit e ele tem um dinheiro e agora ele vai. Ele tem dois caminhos, um é fazer uma outra startup que é comum ou ele vira um investidor em startups. O grande problema do Brasil hoje é que tem poucos empreendedores seriais, que tiveram saídas e que vão ajudar as próximas startups com capital ou ele mesmo criar mais startups. Essa é a grande diferença talvez da Argentina e Chile, onde eles têm muito mais serial empreendedores. Quando se pensa no fundo Kaszek, que os empreendedores do mercado livre criaram e que hoje é um fundo enorme." **(EP3 – Importância do *Exiting*/ Percepção/ Empreendedor Serial).**

Alternativamente, para todo esse sucesso há um problema que foi citado repetidamente, que se refere a **Conflito de Interesses**. Conforme apontado na seção 2.4.2, pode haver divergência entre a posição da VC e do Empreendedor, o chamado Conflito de Interesses. Consequentemente, o *Exiting*, por meio de *Buyouts*, pode ser uma alternativa para mediar o conflito, uma vez que sempre que é realizado um *follow-on*, e esse vem mediante a aceitação de um terceiro, é realizada uma nova rodada de *valuation* independente (King, 1997; Brander *et al*., 2002; Lerner, 1994).

> “Tinham poucos fundos, então os fundos queriam muito mais fazer o cash in que é o dinheiro na empresa, do que fazer o cash out [Exiting], e os estratégicos eram poucos olhando para aquisições. Eles estavam olhando para crescimentos orgânicos e alguns, claro, sempre olhando para aquisições, mas não era um mercado para empresas menores. Tô falando tudo para empresas menores. Para grandes empresas isso tudo já é desenvolvido há muito tempo. Nosso mercado está melhorando muito, mas a taxa de mortalidade das empresas ainda é grande. É bem difícil a fase de saída, porque você tem vários interesses diversos.

> Interesse do fundo, do empreendedor, de algum outro investidor que está lá dentro. Então, você alinhar todo mundo em termos de preço, em timing, é complexo." **(EP6 – Importância do *Exiting*/Problemas/ Conciliação de interesses divergentes).**

De maneira geral, observou-se que o ***Exiting***, embora seja a última fase do ciclo de vida de um VC, é a fase mais importante desse ciclo. Conforme retratado na seção 2.3.3, o ***Exiting*** representa a liquidez do investimento. Ou seja, o quanto o capital investido está sendo remunerado. Quanto mais exitosa for essa etapa, melhor para a construção do *track record* de uma gestora, viabilizando uma captação futura (Gompers & Lerner 1998, 2001, 2004; Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016).

4.2.5 Composição de Portfólio e Fatores Decisivos de Investimento

A composição do Portfólio, que é uma condição precedente ao *Exiting,* é uma etapa crucial na jornada de uma VC (Quadro 10). Isto porque, dependendo da qualidade da composição do portfólio e de como os empreendimentos performarem, resultará no sucesso ou não de um determinado fundo, indicando se foi ou não exitoso, e que contribuirá para a construção do seu *track record*. Adicionalmente, a seleção de Portfólio poderá funcionar para as VCs como uma forma de gerenciamento de risco de carteira por meio da diversificação, permitindo que a VC possa investir em um leque maior de empreendimentos (Gompers & Lerner, 1999).

Quadro 10 – Composição de Portfólio e Fatores Decisivos de Investimento

Categoria	Subcategorias
Time (Equipe)	**Causas:** *Founders* & Time - Perfil e Característica (10); Qualidade (8); Resiliência (1). **Caracterização:** Financeiro da empresa (4); Cultura da empresa (1); Opinião dos funcionários (1); Processos (1).
TAM	**Causas:** Escalável e Replicável (9); Barreiras/custos de entrada (2).
Plano de Negócios/Tese de Investimento	**Causas:** Modelo de negócio/ Produto (8); Segurança Jurídica (2). **Caracterização:** Assento no conselho (1); Tese clara (1); *Track record* (1); Diversificação (1); Tecnologia (1); Opinião de especialistas (2); Opinião dos clientes (1).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nesta seção, o objetivo principal era criar uma ponte para a terceira e última etapa da entrevista, que visa ao endereçamento do objetivo principal desta pesquisa. De acordo com a resposta dos entrevistados, pode-se observar que as categorias mais importantes são **Time**, **TAM** e **Plano de Negócios/Tese de Investimentos.**

Portanto, novamente aqui encontramos uma clara correlação positiva com a literatura, conforme destacado na seção 2.3.2. Para Gompers *et al.* (2010), o *track record* de um empreendedor é um fator importantíssimo a ser considerado pelas VCs para atração de potenciais novos investimentos. Não obstante, Baron and Hanna (2002) e Helmann and Puri (2000) chamam a atenção não somente pela diferença causada pelos empreendedores, mas também pela qualidade e experiência das equipes.

A categoria **Time** foi citada de algum modo em todas as entrevistas e é um fator determinante na seleção de um empreendimento por uma VC. O que os gestores comentaram é que, com um **Time** de qualidade, é possível *pivotar* um revés e transformar o negócio.

> "(...) Você precisa ter a certeza de que você está fazendo uma boa sociedade. No final do dia tudo depende de pessoas. (...) se aquele empreendedor vai ser um bom sócio. Eu vou fazer uma boa diligência em cima dele, das pessoas que convivem com ele, das pessoas que já trabalharam com ele, de todo background para você ter certeza de que você está se aliando a uma pessoa correta, boa, trabalhadora e que vai conseguir levar. Não quer dizer que tem que ser uma pessoa que pense igual a você, pelo contrário, mas eu acho que você ter uma boa diligência naquele sócio é muito importante (...)."**(EP6 - Time / Founders & Time - Perfil e Característica).**

> "(...) A gente olha em primeiro lugar a equipe. Equipes incríveis, ou seja, equipes com experiências educacionais e profissionais muito relevantes, que demonstrem ambição, liderança, visão etc. Então a gente vê isso através da jornada, busca por referências. (...) Não tem nada que seja mais matador. O que a gente precisa com muita convicção é sobre a equipe, sempre. A gente tem que acreditar que a equipe é muito forte. Se a equipe demonstrar um sinal de fraqueza durante o processo, pode ser algo que nos leve a revisitar o investimento (...)." (**EP1 - Time / Qualidade**).

> "O growth marketing estar redondo, crescimento. Eu preciso ver os dados financeiros. E depois o time, eu preciso sentir que eles têm um extra. Tem algo especial, uma ambição na clareza das ideias e um senso de urgência de um time. Fundamental um senso de urgência nas pessoas." **(EP2 - Time / Founders & Time / Perfil e Característica & Financeiro).**

Conforme destacado na seção 2.3.2, quando os resultados de um empreendimento não podem ser auferidos com razoável segurança, e isso se deve muito em razão do estágio em que se encontram as *startups*, as VCs realizam um escrutínio cuidadoso (*background check*) dos fundadores, principalmente sobre o modelo de negócios (Fried & Hisrich, 1994; Garmaise 1999).

Por último, estudos conduzidos por Baron and Hannan (2002) e Hellmann and Puri (2000) destacam que a qualidade e a experiência da equipe de gestão aumentam a atratividade

de um empreendimento, transformando em uma vantagem no processo de seleção de empreendimento.

A segunda categoria, que explica a composição do portfólio e os fatores decisivos de investimento, envolve o **TAM**. Com base nas respostas dos entrevistados, notamos que o **TAM** não parece ser muito importante para os estágios *seed* e *pre-seed*, no entanto, para fundos no estágio de *Growth*, que já estão em séries mais avançadas, esse fator é fundamental. Mais uma vez identifica-se uma clara ligação com a literatura. De acordo com estudos conduzidos por Kaplan and Stromberg (2004), as VCs consideram muito o tamanho do mercado, principalmente para se saber se o empreendimento é escalável e replicável.

> "Parece clichê, mas é o que importa: time e mercado. São os dois itens mais importantes. (...) E mercado, é aquele negócio. Você consegue mexer pouco no mercado, mas no final do dia, o tamanho do mercado, o tamanho do problema é um driver. Se você está atacando um problema pequeno, um mercado pequeno, vai ser muito difícil você ter aquele outlier. Esses dois pontos, são ingredientes para criar um outlier." **(EP9 TAM/Escalável e Replicável)**.

> Será que é um negócio que realmente é único". A gente pensa muito assim 'se essa empresa que eu estou investindo crescer bastante no próximo ano, se chegar algum investidor com muito dinheiro, vai conseguir acabar com essa empresa num curto espaço de tempo?", ou seja, qual a barreira de entrada que essa empresa tem. Para a gente isso é super relevante." **(EP5 - TAM/Barreiras/custos de entrada).**

Assim como apontado pela teoria, são empreendimentos que fomentam a inovação e o desenvolvimento econômico, uma vez que desempenham um papel crítico, por possuírem um alto potencial de crescimento, cujas características são de produto escalável e replicável, com alta tecnologia embarcada (Helman & Puri, 2000; Bernstein *et al*., 2016; Gompers & Lerner, 1998). Essas características reportadas pela teoria vêm ao encontro do que foi observado nas entrevistas realizadas.

Por último, avaliamos a terceira categoria, que é o **Plano de Negócios e Teses de Investimentos**. Os entrevistados foram unânimes em afirmar que, ao selecionar um empreendimento, este precisa estar alinhado com a tese de investimento da gestora. Além disso, é preciso observar o estágio do empreendimento para determinar se seus interesses estão ou não alinhados com a tese das VCs. Outra característica marcante é que o produto precisa ser escalável e replicável.

> "(...) então a gente gosta do modelo de fintech, (...) esse modelo é bem mais escalável, porque ele não foca só em um produto ou tipo de produtor, são todos os produtores, todas as safras. Todos os segmentos precisam de financiamento. Quando a gente olha a startup, a gente olha muito o que eles estão se propondo a resolver, e se o modelo deles é escalável. Se eles podem repetir com o mesmo cliente, muitas vezes. A gente olha muito para o modelo de business. Os Agritechs antes não tinham um modelo muito escalável ou repetitivo, esse era o grande problema para o VC. Agora eu digo que mudou completamente isso e o modelo está bem mais compatível com o VC." (**EP3 - TAM / Barreiras/custos de entrada**).

Outro elemento importante é a questão da **Segurança Jurídica**. Ela é importantíssima para a concretização do investimento. Portanto, se há empreendimentos com insegurança jurídica, dificilmente serão selecionados.

> "Você vai criar um negócio que ninguém consegue comprar. Porque é um business como, vou usar um exemplo aqui, tipo Hot Milhas ou qualquer outro, ninguém compra! Porque é um business que legalmente não tem sustentabilidade. Você tá pegando a ceia de alguém. A Smiles ou a Latam Pass não vão comprar. Um cara de fora não vai comprar. Porque é um business exposto juridicamente." (**EP4 - Plano de Negócios/Tese de Investimento / Segurança Jurídica).**

Por isso, normalmente as taxas de conversão de *leads* são baixas. No exaustivo e minucioso processo de seleção, as VCs somente selecionam aquelas que tenham interesses convergentes com as teses de investimento do fundo (Gompers & Lerner, 2001, 2005; Drover *et al.*, 2017). Adicionalmente, estudos empíricos constataram que empreendimentos que conseguem demonstrar uma estratégia inovadora conjugada com tecnologia têm mais chances de serem selecionadas (Hellmann & Puri, 2000; Gompers, 1995; Cuming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991).

O tema segurança jurídica não foi muito explorado nesta pesquisa, mas aparece de certo modo no processo de *due-diligence.*

4.2.6 Consórcio e Estágio de Maturidade dos Fundos

Conforme retratado pela literatura, o Consórcio, também conhecido como Coinvestimento ou Sindicato, é uma alternativa utilizada pelas VCs para mitigação de risco. Nesse contexto, uma VC aceita participar em um consórcio pulverizando o *carried-risk* e contribuindo para a construção do *track record* (Chemmanur *et al*., 2014; Drover *et al.* 2017; Gompers *et al*., 2006). Esse mecanismo é uma poderosa forma de controlar um empreendimento, bem como permite que a VC aumente o seu leque de investimentos em outros empreendimentos.

Como consequência dessa pulverização, as VCs tendem a tornar-se cada vez mais especializadas no nicho de mercado. Em razão disso, os fundos têm se tornado maiores em valores nominais, com mais capital alocado por empreendimento. Sendo assim, as VCs se dividiram por estágios de maturidades dos empreendimentos, classificados em *early* e *late stage.*

Quadro 11 – Sindicato e Estágio de Maturidade dos Fundos

ID	Geografia do Fundo	Estrutura do fundo	VC Aceita Consórcio?	A VC é Lider?	Tipo de Investimento
EP1	Global	LP/GP	Sim	Não	*Early Stage*
EP2	Global	LP/GP	Sim	Sim	*Late Stage*
EP3	Cayman	LP/GP	Sim	Não	*Early Stage*
EP4	Brasil	FIP + GP	Sim	Não	*Late Stage*
EP5	Global	LP/GP	Sim	Sim	*Late Stage*
EP6	Brasil	FIP + GP	Sim	Sim	*Late Stage*
EP7	Brasil	FIP + GP	Sim	Sim	*Early Stage*
EP8	Brasil	FIP + GP	Sim	Não	*Early Stage*
EP9	Brasil	FIP + GP	Sim	Não	*Early Stage*
EP10	Brasil	LP/GP	Sim	Não	*Early Stage*

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base no Quadro 11, observa-se que 100% das VCs aceitam o **Sindicato** como forma de diluir seus riscos no empreendimento, e com isso liberam recursos para ampliarem o leque dos seus investimentos.

Independentemente da nacionalidade do fundo, observa-se que tanto os globais quanto os domésticos podem se especializar em *early stage* ou *late stage.* No caso dos fundos que atuam em *late stage*, percebe-se uma predominância em ser o Líder do Consórcio, no entanto o EP4 admite não ser o líder do **Sindicato**. Nos casos específicos do EP2 e EP5, que são fundos de bastante relevância no mercado global de VC, os seus representantes informaram que é fora de cogitação não liderar um consórcio, os estatutos dos fundos não permitem.

> "Sempre líder. A gente só lidera. A gente coloca um term sheet (...) a gente coloca o valor completo da rodada e topa abrir mão de um x percentual que varia muito. Nossa linha de participação é de 20%, mas dependendo do que for, cai para 18% ou algo assim. (...) hoje existem vários fundos pequenos de 10 milhões, 20 milhões, que acompanham, mas trazem alguma coisa que os fundos maiores já não conseguem prover por causa do tamanho do portfólio. É bem comum a gente sindicalizar a rodada, mas a gente só lidera." (**EP7 - Sindicato)**

> "Muitas vezes a gente não é o líder, (...) Como early stage quanto mais investidores, você diminui o risco para cada um, tem um network um pouco maior, então é sempre para o benefício da startup e para os outros investidores, desde que estejam alinhados. Por isso, a gente gosta de investir com pessoas que a gente já conhece, já fiz coinvestimento. Às vezes, as expectativas são diferentes, especialmente quando é um CVC. Se for, a gente fica mais resistente, a gente pensa duas vezes. Porque o CVC tem uma dinâmica bem diferente do VC. Mas quando é outro VC ou até outro grupo de anjos, quando é Early Stage, tudo bem. Normalmente está todo mundo alinhado." (**EP3 - Sindicato)**

Nesse contexto, observamos que, para esse módulo, a história se repete e há uma forte correlação entre a teoria e a prática. Conforme citado por Sahlman (1990), retrata o alto grau de especialização pelo qual as VCs vêm passando, o que pode acabar restringindo os tipos de indústria que irão investir. Essa concentração não é apenas geográfica, mas, como sugerem Reverte and Badillo (2019), tem se traduzido na maturidade dos empreendimentos, ou seja, há uma divisão em fundos especializados no *seed* e *pre-seed* (*early stage*) e outros no *growth* (*late stage).*

4.2.7 A ausência dos fundos domésticos no late stage, quais as barreiras e implicações

Esta última seção é dedicada à cobertura do objetivo desta pesquisa. Portanto, foram apresentados aos respondentes os dados da pesquisa quantitativa conduzida por Schiewbacher (2013), a qual indicou que no mercado americano cerca de 46% das VCs investem em fundos de *early stage*, e 54% no *late stage.* Por sua vez, segundo pesquisa conduzida pela Inside VC - Distrito (1º Semestre/2020), no Brasil, essa fatia é de cerca de 74,1% de todo o investimento na indústria. Conforme a Figura 2, nos estágios menos avançados há uma concentração maior de fundos domésticos, variando de 73,8% no *pre-seed* a 51,6% no Series A. No entanto, a partir da Série B, a participação dos fundos domésticos é de apenas 9,4%, e de zero nos estágios subsequentes.

Após a apresentação desses dados, foi perguntado aos entrevistados o porquê de os fundos domésticos, especificamente, possuírem uma participação tímida nos estágios mais avançados. Na sequência, após respondida a pergunta, era feita uma pergunta complementar, que indagava a opinião deles sobre as razões que impedem os fundos de investimento doméstico de terem uma participação mais relevante em investimentos *late-stage*, e se o fato de não haver uma participação relevante no *late stage* era um problema.

No Quadro 12 a seguir, estão apresentadas as principais categorias que explicam a ausência dos fundos domésticos nos *late stage*. São elas: **Círculo Virtuoso** e os **Aspectos Adversos**.

Quadro 12 – Ausência dos fundos domésticos no *late stage*, quais as barreiras e implicações

Categoria	Subcategorias
Ciclo Virtuoso	**Causas:** Maturidade do mercado (10); Especialização (9); Volume de Investimentos (7); Mitigação de Riscos (7); Segurança Jurídica (1).
Aspectos adversos	**Causas:** Apetite ao risco (3), Fundos de pensão e Seguradoras no mercado de VC local (1).

Fonte: Elaborado pelo autor.

De maneira unânime, os respondentes comentaram positivamente acerca do amadurecimento do mercado, que era irrelevante há apenas uma década. Esse cenário vem mudando ano após ano, batendo recorde atrás de recorde, uma antítese do cenário econômico brasileiro.

Sob a luz da literatura, descrita na Seção 1.2, observa-se que os estágios de VC definem um *continuum* de riscos de desenvolvimento, que as VCs levam em consideração na alocação de seus novos investimentos.

Como destacado pelos respondentes, as etapas são muito importantes, e os investimentos no *early stage* são importantíssimos para o desenvolvimento do mercado. Não se pode ignorar o fato de que, quanto mais embrionário, mais arriscado um empreendimento é, o que se reflete na sua taxa de mortalidade. Consequentemente, quanto mais investimento ocorrer no *pre-seed*, e *seed*, ou seja, no *early stage*, mais empreendimentos avançam para as etapas seguintes. E à medida que as VCs de *early stage* vão realizando seus investimentos, novos fundos vão sendo captados, contribuindo para o desenvolvimento da **Maturidade do Mercado**. Esse fenômeno foi retratado na Seção 2.4 por Deeg and Hardie (2016) e Kingler-Vidra (2016).

Novamente, os achados da pesquisa reforçam o conceito de que o *Exiting* é uma fase crucial para qualquer tipo de investimento, pois é nela que o investidor monetiza seu investimento. Portanto, para uma VC que iniciou há 10 anos, hoje já está na sua terceira ou quarta captação. Ou seja, conseguiram construir o seu *track record*. Essa trilha de sucesso serve tanto para o investidor da VC quanto também para a VC do *late stage*, porque é esse tipo de VC que irá dar liquidez ao investimento da etapa de *early stage*.

Portanto, como sugerido pelos entrevistados, é consenso que todo novo ecossistema começa pequeno, menos sofisticado, e, à medida que vai amadurecendo e se desenvolvendo, vai se tornando mais complexo e maior. Ou seja, como os fundos não conseguem crescer na

mesma velocidade dos seus negócios, é preciso essa simbiose entre fundos de *early* e *late stage.* Neste ponto, verifica-se o entendimento de que eles se retroalimentam.

> "(...) É uma boa pergunta, tem uma razão histórica e que não é só brasileira, que é que todo novo ecossistema acaba entrando primeiro no Early Stage porque é onde com menos dinheiro você gera mais casos. E como todo mundo vem de uma cabeça estatística, de pensar 'eu vou investir de 20 a 30 para 2 ou 3 pagarem a conta', é onde você consegue gerar esse efeito com menos capital. Isso de novo, é brasileiro? Sim, mas é a mesma história do Silicon Valley." **(EP10 – Aspectos Gerais/Maturidade do Mercado).**

> "(...) Empresas estão surgindo no papel, recebem dinheiro de VC, crescem e se maturam para o nível de growth, investidores investem em growth, chega no estágio de mercado de capitais. Então assim, todo mundo consegue fazer o investimento, a maturação e o desinvestimento. Se você só tem investimento de venture e não tem investimento de growth facility, o cara de venture vai investir e não vai ter como sair. Se tem growth facility, mas não tem o mercado de capitais, também não sai." **(EP5 – Aspectos Gerais/ Maturidade do Mercado).**

Outra categoria que apareceu com destaque nas entrevistas é a questão da **Especialização**. Segundo Sahlman (1990), as VCs estão cada vez mais concentrando seus investimentos em setores específicos, exigindo maior grau de especialização, corroborando o fenômeno da especialização, conforme destacado na seção 2.3.2, por Gompers *et al*. (2020). Ainda nessa seção, no que tange à especialização, nota-se que, à medida que o mercado amadurece, os fundos crescem e fazem aportes cada vez maiores em negócios mais específicos (Reverte & Badillo, 2019; Drover *et al.*, 2017).

Com base nas respostas dos entrevistados que atuam em VCs de *late stage*, percebe-se que esses fundos estão muito mais interessados na indústria em que estão atuando. Ou seja, se a tese é investir em empreendimentos de *Fintech*, por exemplo, eles vão atrás de empreendimentos dentro dessa expectativa, não se importando com a geografia. Ou seja, o empreendimento pode estar no Brasil, na Índia etc. Esse fenômeno é o que tem acontecido com o Nubank. Somente os grandes *players* hoje estão presentes no *cap table* do Nubank. Nessa etapa, o TAM é crucial.

Por outro lado, no caso dos fundos no *early stage*, a tese de investimento é mais geral, ou seja, todos querem investir em empreendimentos de tecnologia, escalável, mas não se especializam muito em uma determinada indústria. Aqui o importante é antever se haverá comprador para aquele empreendimento quando ele sair do *seed* e for para um Série A, por exemplo.

> "(...) Mas, às vezes o capital no *late stage* vem de fundos maiores que são bem flexíveis (...) Eles vão atrás de tendências mais macro. (...) são fundos que vão atrás de conceitos temáticos e não tão geográficos. Querem investir em toda startup de SAAS E-Commerce que tem no mundo. Então iriam atrás da Vtechs e de outras plataformas similares na Ásia, na Europa etc. É foco do time, diferenciação." **(EP2 – Aspectos Gerais/Especialização/Diversificação).**

> (...) eu não estou de maneira alguma desmerecendo venture, mas o fundo de growth você precisa de um pouco mais de estrutura. O que eu quero dizer com isso? No venture [early], se você tem um time pequeno, você consegue investir em várias empresas. (...) É muito mais aquela estratégia de spread and pray. Você vai investir em vários, alguns vão dar certo, outros vão morrer, mas esse é o business. Mas é muito mais fácil você pensar e ter esse acesso. Quando você olha para o mundo de Growth, (...) acho que os fundos têm um trabalho para se diferenciar." **(EP5 – Aspectos Gerais/Especialização)**.

Na sequência, tanto os fenômenos de **Volume de Investimento** quanto de **Mitigação de Risco** foram bastante citados. Naturalmente, os empreendimentos do *late stage* exigem um maior **Volume Financeiro**. No entanto, como a indústria de VC do Brasil é relativamente jovem, ainda não deu tempo de se criarem VCs com capacidade financeira para realizar aportes mais significativos. Importante notar que, quando uma VC capta um fundo de pequeno (de R$ 50 milhões a R$ 100 milhões), as VCs acabam pulverizando seus investimentos, para diluir os seus riscos. Portanto, a VC precisa fazer uma série de investimentos menores para tentar investir no maior número de empreendimentos possíveis.

Já nos estágios mais avançados, os **Volumes de Investimento** são muito expressivos. Normalmente, o investimento se dá em empreendimentos que estão no estágio de *growth* acelerado, e, por essa razão, para conseguirem expandir as suas operações e conquistar o mercado rapidamente, necessitam de uma grande injeção de capital. Foi citado por diversos entrevistados o conceito do *winner takes it all*, ou seja, é preciso vencer a competição, e o primeiro a chegar tem uma vantagem competitiva. Por isso, neste estágio, normalmente, o *cash burning* é aceito, desde que o *units economics* se justifique.

Corroborando o que foi revelado por Elango *et al.* (1995), os empreendimentos no *late stage* demandam mais capital, consequentemente as VCs que investem nesse segmento têm uma necessidade maior de captação. Alternativamente, no *early stage* a necessidade de capital é menor, uma vez que os empreendimentos necessitam de menor volume de investimento.

> "(...) primeiro, o montante de capital em termos absolutos do growth facility. Eu tenho certeza que ele é desproporcionalmente muito maior que fundos de early. Se você pega softbank, GA e dois outros fundos, junta esses caras. A gente tem o portifólio hoje de uns 8 bi de dólar, o Softbank deve ter um portifólio hoje de uns 4 bi de dólar. Estamos falando de um portifólio, considerando os 4 principais fundos, de 20 bi de dólar. Eu não sei qual é o tamanho da indústria brasileira de VC, mas eu chutaria que é menor que esses 20 bi de dólar de portfólio." **(EP5 – Aspectos Gerais/Volume de Investimento)**.

> "(...) Eu acho que a questão dos fundos nacionais, era a questão de acesso à capital. (...) O tamanho do fundo deles, era um fundo de R$40 ou R$60 milhões, o maior fundo era de R$100 milhões. (...) Que é um pouco a nossa tese também. A gente tem que aumentar o tamanho do nosso fundo. Tem muito investidor estrangeiro e ele quer investir um cheque de USD 5, USD 10 milhões. Você vai pegar um fundo de USD 200 milhões, você está falando de R$1 bi. Eu não vou pegar um fundo de 1 bi de real e fazer chequinho de R$10 milhões." **(EP6 – Aspectos Gerais/Volume de Investimento).**

A outra categoria muito importante é a **Mitigação de Riscos**, nas entrevistas surgiu a menção dos Sindicatos. Ademais, essa categoria está intimamente ligada com o volume de investimento, ou seja, é preciso diluir o risco. Por meio de sindicatos, as VCs conseguem investir em um número maior de empreendimentos, aumentando o seu leque de oportunidades, e, por outro lado, mitigando *carried risk*, novamente em consonância com a teoria (Chemmanur *et al*., 2014; Gompers & Lerner, 1998, 2001).

Alternativamente, observam-se também aspectos adversos que foram citados pelos entrevistados. Segundo Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016), quanto mais inicial um estágio de empreendimento, mais arriscado se torna o investimento, principalmente por não haver ainda *um product market fit*, e que o empreendimento ainda não possui um histórico financeiro.

Nesse contexto, dado o tamanho dos fundos globais, esses somente passam a olhar para os empreendimentos domésticos quando estes já estão no estágio de *growth*. Por essa razão, é fundamental o trabalho que os fundos de *early stage* realizam no mercado doméstico, segundo os entrevistados. Afinal, são eles o motor propulsor do círculo virtuoso. Ou seja, à medida que os fundos de *early* vão construindo seus *track record*, o *exiting* se dá por meio de *buyouts,* que são realizados por fundos de *growth*. Com isso, vai se criando um ecossistema importante, em que os grandes fundos gringos já procuram parceiros locais para comprar empreendimentos, é uma espécie de selo de garantia. Esse fenômeno foi revelado na Seção 2.3 por Puri (1996, 1999) e James (1987).

Outra característica interessante é que os fundos de *early stage* não estão tão interessados no TAM quanto os de *late stage*. Na realidade, as VCs de *early* estão mais preocupadas se aquele empreendimento poderá ou não ser vendido para uma VC de *de estágio mais avançado* no futuro, conforme retratado na Seção 2.4 por Deeg and Hardie (2016) e Kingler-Vidra (2016). Outra característica dos fundos gringos é a questão da estratégia do *forward looking.* Ou seja, eles estão atrás de mercados disruptivos, enquanto os fundos domésticos são um pouco mais tradicionais e mais preocupados com o *economics.*

> "(...) Não, os fundos gringos são muito mais arrojados. Eles tomam mais risco e investem em modelos de negócio mais disruptivos, enquanto os fundos domésticos estão acostumados em negócios mais tradicionais. Empresas familiares e negócios baseados em cashflow. Os fundos gringos estão mais focados, tem muito mais apetite para negócio e queimam ainda, dá negativo, mas com uma expectativa de geração de fluxo de caixa muito violenta no futuro próximo, uma vez que vá se consolidando o mercado. Então, eu acho que é natural." **(EP1 – Aspectos Adversos/Apetite ao Risco).**

No tocante à última pergunta realizada, cujo interesse era saber se era um problema os fundos domésticos não terem uma participação relevante no *late stage (3º objetivo específico)*,

todos os entrevistados foram unânimes em afirmar que não. Ao contrário, o papel dos fundos de *early stage* é fundamental para o desenvolvimento do ecossistema, conforme revelado pela pesquisa de Gompers and Lerner (1998, 2001, 2002), Drover *et al.* (2017) e Reverte and Badillo (2019) na Seção 2.4. Na opinião dos entrevistados, por todas as razões supracitadas, no que tange ao volume de capital necessário, bem como na mitigação de risco, é fundamental ter os fundos de *early stage* para fazer a roda do ecossistema girar.

Outro fato destacado é a questão da proximidade com os empreendimentos, um fundo global dificilmente teria capilaridade suficiente para identificar uma oportunidade fora de São Paulo. Esse papel é exercido pelos fundos domésticos de *early stage* que possuem essa capilaridade. Portanto, o *early* e o *late* são complementares, e o sucesso de um depende do outro. Ou seja, para que haja investimento no *early*, é preciso ter a possibilidade de *exiting, por isso o late* exerce um papel fundamental. Ou seja, esse fenômeno foi reportado na Seção 2.4 por Gompers (1994, 1998) e Sahlman (1990).

> "(...) Pra mim é uma oportunidade. Do jeito que está não é ruim, não é um problema precisar dos gringos. É claro, no momento, você acaba jogando o risco Brasil no jogo e tudo bem, mas significa que a barra aumenta, questão de câmbio e tudo mais. Mas do ponto de vista prático, não é ruim. É muito bom inclusive, porque você vai ter benchmarks de coisas globais. Eu acho que uma empresa boa de tech, tem que ser uma empresa com benchmarks globais. Essa coisa da barreira física que a indústria brasileira sempre teve, da distância. Isso no mundo globalizado não existe. É bom ter investidores globais, mas acho que tem uma oportunidade para investidores brasileiros ainda." **(EP7).**

> "(...) Tá começando a ter um *late stage* de *private equity* que já atuava no Brasil à décadas, sendo gringo ou não e de players locais que estão entrando nessa. Cara, eu não tenho dúvida, a Crescera da Bozano já está fazendo há bastante tempo. Eu não tenho dúvida que os players locais vão fazer. Mas tem que fechar o ciclo primeiro. Vai ter casas que nem as Monashees da vida que vão criar fundos growth e já estão fazendo os fundos de follow on deles. A Kaszek já tem fundo growth e eu não tenho dúvida que as outras casas também vão ter." (**EP10**)

Com base na avaliação das entrevistas, pode-se observar que a simbiose entre os fundos *de early e late* é muito importante para o mercado doméstico de VC. E, de acordo com os entrevistados, o fato de os fundos domésticos ainda não terem uma presença relevante no *late stage* é uma questão de tempo, sendo que esse fenômeno também foi observado nos EUA. Esse fenômeno foi revelado por Gompers and Lerner (1998), Tykvová (2017) e Lerner (2014) na Seção 2.4. Pouco a pouco, à medida que os fundos vão construindo os seus *track records*, o volume financeiro captado vai aumentando, permitindo que eles avancem para estágios mais avançados, ou seja, é uma questão de tempo. Mas não se pode negar que os fundos domésticos têm feito um trabalho brilhante no desenvolvimento do ecossistema de VCs brasileiro.

5 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo explorar, sob a perspectiva dos gestores de fundos de VC que atuam no Brasil, as razões para a pífia participação dos fundos domésticos nos empreendimentos de *late stage.* Com base nesta pesquisa exploratória, verifica-se que esse fenômeno pode estar relacionado, principalmente, ao estágio de maturidade de todo o ecossistema brasileiro, o que também foi observado nos mercados mais desenvolvidos.

Conforme observado na literatura, os estágios da indústria de VC definem um *continuum* de riscos de desenvolvimento que estas levam em consideração na alocação de seus novos investimentos (Gompers & Lerner, 2000; Kaplan & Schoar, 2005; Harris *et al.*, 2014), nos dando uma ideia de evolução do ecossistema. Verificou-se ainda que empreendimentos no *early stage*, normalmente, são considerados investimentos mais arriscados, mas são fundamentais para o desenvolvimento do ecossistema. Ou seja, para haver um *late stage* vibrante, há que se ter um *early stage* desenvolvido. Ou seja, do *pré-seed* para *seed,* deste para o *early*, seguindo para o *late* (Hellman & Thiele, 2015).

Assim como retratado pela literatura, observou-se que a fase do *exiting* é fundamental para o desenvolvimento do ecossistema, pois é nesse ciclo que o investidor consegue materializar o retorno do seu capital investido por meio da liquidação do investimento. No entanto, essa liquidez do *early* ao *late stages* ocorrem à medida que o empreendimento vai tornando-se mais maduro, e normalmente dentro das fronteiras do próprio ecossistema. Ou seja, até que o empreendimento se torne uma corporação via *IPO*, ou ocorra um M&A, toda evolução de investimentos e *exitings* ocorrem dentro do ecossistema de VC.

Por outro lado, à medida que os *exitings* exitosos vão ocorrendo, as VCs vão construindo os seus *track records*. Essa trilha de sucesso é fundamental para os novos *rounds*, encurtando não somente o tempo de captação como também o valor dos fundos. Esse é um fenômeno que foi observado junto aos entrevistados e tem uma correlação direta com a literatura, que afirma existir uma correlação positiva direta entre o tamanho e a importância da GP com o tamanho do fundo arrecadado (Gompers & Lerner, 1998; Gompers *et al.*, 2003; Cumming *et al.*, 2015).

Em relação aos fatores de decisão de alocação de investimentos em empreendimentos de *early* ou *late stage*, verificou-se que talvez a principal razão seja a mitigação de risco por meio de diluição de portfólio. Trata-se de uma velha máxima de que não podemos colocar todos os ovos na mesma cesta. Os empreendimentos no *late stage* normalmente requerem um volume maior de capital. Dentro dessa nova ordem econômica de VC, em que o conceito do *winner*

take it all é muito presente, quem chegar primeiro leva uma vantagem competitiva muito importante em relação aos seus competidores.

Ainda no que tange a gerenciamento de risco, observou-se com base nas entrevistas que todas as VCs, sem exceção, utilizam o expediente do sindicato para mitigação do risco do portfólio. A lógica por trás dessa estratégia é diluir o risco proporcionalmente com outras VCs, permitindo que se façam desembolsos menores. Dessa forma, as VCs, principalmente focadas no *early stage,* têm a possibilidade de expandir o número de investimento em empreendimentos. Com isso, as VCs reduzem o *carried risk*, garantindo que os lucros ou prejuízos de um empreendimento serão rateados proporcionalmente (Chemmanur *et al.*, 2014; Drover *et al.*, 2017; Gompers *et al.*, 2006).

Por sua vez, no *late stage,* o TAM é fator crítico levado em consideração pelas VCs na decisão de investimento. Como normalmente os empreendimentos nesse estágio ainda não apresentam EBITDA positivo, as VCs apostam que aquele empreendimento poderá disruptar o mercado, e, para que isso possa se traduzir em retorno, o TAM precisa ser atrativo, caso contrário, os grandes fundos dificilmente irão alocar seus investimentos.

Por outro lado, no *early stage*, a decisão de investimento é muito mais focada mirando a próxima etapa. Ou seja, normalmente, as VC que atuam nesse segmento avaliam se aquele negócio terá ou não atratividade para uma VC que atue em um estágio mais avançado. Diferentemente do *late stage*, nesse estágio, normalmente, os empreendimentos ainda estão buscando um *product market fit*.

Portanto, para manutenção do equilíbrio do ecossistema, é importante coexistirem fundos de *early* e *late stage*. Essa complementaridade é fundamental para o amadurecimento do ecossistema, reforçando a ideia do ecossistema. Com base neste estudo, observou-se que os grandes fundos de VC globais têm muitos anos de estrada, já realizaram diversas rodadas, e foram fortalecendo as suas trilhas de sucesso com o passar do tempo. Com isso, à medida que foram obtendo o sucesso, essas VCs tornaram-se cada vez maiores e mais reconhecidas, criando um círculo virtuoso. Ou seja, os fundos gigantes globais de hoje foram fundos menores outrora, confirmando a ideia da continuidade e evolução.

Outro fator a ser considerado é que, à medida que um empreendimento avança de estágio, o nível de exigência e especialização vai ficando cada vez maior. Ainda nos estágios menos avançados, as VCs contribuem e muito com o desenvolvimento do empreendimento, auxiliando-os na contratação de talentos, para diversas áreas, no estabelecimento de rede de provedores de serviços, fornecedores etc. Esse fenômeno é conhecido como o *smart money*.

Portanto, há uma tímida presença dos fundos domésticos nos estágios mais avançados. De acordo com os entrevistados, é uma questão de amadurecimento do mercado. Não podemos nos esquecer que somente em 2019 o Brasil revelou ao mundo seu primeiro unicórnio. Pode parecer uma bobagem, mas esse *exiting* acabou impulsionando a indústria como um todo, atraindo outros fundos estrangeiros. Não à toa, o número de unicórnios no país já soma mais de 15, tudo isso em apenas 2 anos.

Nesse contexto, as VCs não conseguem amadurecer na mesma velocidade que os empreendimentos, e por essa razão ainda não temos fundos domésticos atuando nas Séries C em diante. Contudo, de acordo com os resultados do presente estudo, esse fenômeno é algo que deverá acontecer nos próximos anos. Basta olhar em retrospectiva e verificar que há 2, 3 anos, não havia fundos domésticos no Série B. É uma questão de tempo. E, por essa razão, é tão importante para o ecossistema a coexistência dos fundos estrangeiros e nacionais. No final do dia, na opinião dos entrevistados, não importa muito, o que importa é que o capital chegue, não a sua nacionalidade.

Com base nas discussões apresentadas neste estudo, entende-se que esta pesquisa contribui para a academia ao avaliar as dificuldades encontradas pelos fundos de VC domésticos de investirem nas rodadas de *late stage* das *startups* no Brasil, e as suas implicações para o ecossistema brasileiro. Embora haja uma vasta literatura internacional, especificamente no Brasil, há poucos trabalhos de referência que explorem o tema.

Apesar das contribuições mencionadas, convém evidenciar as limitações desta pesquisa. A pesquisa foi conduzida com base em uma amostra de 10 gestores de VC que fazem a gestão de seus portfólios. No entanto, como esse mercado é vasto, outros gestores poderiam ter opiniões diferentes dos entrevistados desta pesquisa.

Como sugestão de pesquisas futuras, recomenda-se que sejam avaliados os fenômenos da concentração geográfica no Brasil e a complexidade jurídica, legal e tributária, que podem contribuir para o afastamento dos fundos estrangeiros nas rodadas iniciais. Finalmente, sugere-se uma maior aproximação da Academia com as gestoras e empreendimentos, para o desenvolvimento mais sustentável da indústria no Brasil.

REFERÊNCIAS

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

ABVCAP. Associação Brasileira de Venture Capital. (2020). Consolidação de Dados. **Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil Anos Base: 2011-2019.**

Baker, M., & Gompers, P. A. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. **Journal of Law and Economics**. 46(2), p. 569{598.

Bardin L. (1977). **L'analyse de Contenu.** Editora: Presses Universitaires de France.

Baron, J. N., & Hannan, M. T. (2002). Organizational Blueprints for Success in High-tech Startups: Lessons from The Stanford Project on Emerging Companies. **California Management Review**. *44*(3).

Bengtsson, O., & Sensoy, B. (2009). **Changing The Nexus: The Evolution and Renegotiation of Venture Capital Contracts**. Available at Ssrn: Http://Ssrn.Com/Abstract=1475347.

Black, B., & Gilson, R. (1998). "Venture Capital And The Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets." **Journal of Financial Economics.** *47*, p. 243–77.

Brander, J., Amit, R., Antweiler, W. (2002). Venture Capital Syndication: Improved Venture Selection Vs. Value-Added Hypothesis. **J. Econ. Manag. Strateg**. *11*, p.422–452.

Brav, A., &. Gompers, P.A. (1997 dec.). "Myth or Reality? The Long-run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-Venture Capital-backed Companies." **Journal of Finance**. *52. p.*791-822.

Broughman, B., & Fried, J. (2010). Renegotiation of Cash Flow Rights in The Sale of Vc-backed Firms. **J. Finan. Econ**. *95*, p.384–399.

Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). Venture Capital at The Crossroads (Hardcover). In **Harvard Business School Press Books** (1). Business Source Ultimate.

Carvalho, A. G. de, Gallucci Netto, H., & Sampaio, J. O. (2014 dez.). **Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Evolution**. *12*(4) p.499–515.

Chaplinsky, & Gupta-Mukherjee, E. (2016 dec.) "Investment Risk Allocation and The Venture Capital Exit Market: Evidence from *Early-Stage* Investing." **Journal Of Banking & Finance**. *73*. p.38-54. 17p.

Chaplinsky, S., & Gupta-Mukherjee, S. (2014). **The Decline of Venture-backed IPOs: Implications for Capital Recovery, Handbook on Academic Research on IPOs.** Edward Elgar Publishing.

Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (2014). Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research. **Review of Financial Studies,** *27*(1), 1–19. Business Source Ultimate.

Chemmanur, T. J., E. Loutskina, &. Tian, X. (2010). **Corporate Venture Capital, Value Creation, And Innovation.** Working Paper, Boston College, University of Virginia (Darden School), And Indiana University at Bloomington.

Chen, H., Gompers, P**.**, Kovner, A., & Lerner, J**.** (2010). **Journal of Urban Economics**. *67*(1), p. 90-102. Business Source Ultimate.

Cochrane, J. (2005). The Risk and Return of Venture Capital. **Journal of Financial Economics.** Elsevier.

Connelly, B.L., Certo, S.T., Ireland, R.D., & Reutzel, C.R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. **Journal of Management,** *37*, 39–67.

Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2006). Legality And Venture Capital Exits. **Journal of Corporate Finance**, *12*(2), 214–245. Business Source Ultimate.

Cumming, D., Grant F., & Suchard, J. (2005 fev.).“Venture Capitalist Value-added Activities, Fundraising and Drawdowns.” **Journal of Banking & Finance**. *29*(2) p. 295–331.

Cumming, D., Grant F., & Suchard, J. (2005 mar.). Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns. **Journal of Banking & Finance**. 29(2). p. 295–331.

Cumming, D.J., & Johan, S.A. (2009). **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. San Diego, Ca: Elsevier Science Academic Press.

Deeg, R., & Hardie, I. **Socio-economic Review.** (2016 out,). *14*(4), p. 627-645. 19p. 1 Diagram, 1 Chart. Doi: 10.1093/Ser/Mww025., Base de Dados: Socindex With Full Text

Deli, D. N., & Santhanakrishnan, M. (2010 ago.). Syndication in Venture Capital Financing. **Financial Review**. *45*(3). p. 557–78.

Denis, D. (2004). Entrepreneurial Finance: An Overview of The Issues and Evidence. **Journal of Corporate Finance.** *10*, p. 301-326.

Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, And Accelerators. **Journal Of Management,** 43(6), 1820–1853. Business Source Ultimate.

Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A. (1995). How Venture Capital Firms Differ. **Journal of Business Venturing**, *10*(2), 157. Business Source Ultimate.

Fama, E.F., & Jensen. M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**. 26, p. 301–25.

Fenn, G., Liang, N., & Prowse, S. (1998). **The Private Equity Market: An Overview, Financial Markets, Institutions & Instruments**. *6*(4), p.1-105.

Fried, V., & R. Hisrich (1994).“Toward A Model Of Venture Capital Investment Decision Making,” **Financial Management***, 23*(3),p. 28–37.

Furtado, C. E., & Ramalho, C. (2009). **Abnormal Returns of PE/VC-backed IPOs In Brazil,** Gvcepe Working Paper.

Gao, X., Ritter, J.R., & Zhu, Z. (2013). Where have all the IPOs gone? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. 48. p.1663–1692.

Garmaise M. (1999). **Informed Investors and The Financing of Entrepreneurial Projects.** Working Paper, University Of Chicago.

Gil, A. C. (1999). **Métodos de Pesquisa Social.** (5ª .ed). São Paulo: Atlas.

Goldim, J. R., Pithan, C. D. F., Oliveira, J. G. D., & Raymundo, M. M. (2003). O Processo de Consentimento Livre e Esclarecido em Pesquisa: Uma Nova Abordagem. **Revista da Associação Médica Brasileira.** São Paulo. *49*(4), p. 372-374.

Gompers, P. (1994) **The Rise and Fall of Venture Capital, Business and Economic History,** *23*(2), p.1-18.

Gompers, P. (1998) What Drives Venture Capital Fundraising, Brookings Papers on Economic Activity. **Microeconomics**. p.149-192.

Gompers, P. (2002) The Venture Capital Cycle. **MIT Press**. Cambridge.

Gompers, P. A, & Lerner, J. (1999). What drives venture capital fundraising? Working Paper, **Harvard Business School**.

Gompers, P. A, & Lerner, J. (2001). **Journal of Economic Perspectives**. *15*(2), p.145-168. Business Source Ultimate

Gompers, P. A, & Lerner, J. (2004). **The Venture Capital Cycle**. Cambridge and London: MIT Press.

Gompers, P. A, & Lerner, J. (2006). **The Venture Capital Cycle**. Amazon.com.

Gompers, P. A, Lerner, J., & Scharfstein, D. J. (2005 abr.) **Journal of Finance**. Wiley-Blackwell. *60*(2). p. 577-614. 38p. Business Source Ultimate.

Gompers, P. A. (1995 dez.). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. **Journal of Finance**. Wiley-Blackwell. *50*(5). p. 1461–89.

Gompers, P. A., & Lerner, J. (1996 out.). "The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements." **Journal of Law and Economics**. *39*. p. 463-98.

Gompers, P. A., & Lerner, J. (1998 jun.).“What Drives Venture Capital Fundraising?” Brookings Papers on Economic Activity, 149.

Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? **Journal of Financial Economics,** *135*(1), 169–190. Business Source Ultimate.

Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I.A. (2020 jan.) “How Do Venture Capitalists Make Decisions?” **Journal of Financial Economics**. *135*(1) p.169–90.

Gompers, P., & Lerner, J. (1995 dec.) “Optimal Investment, Monitoring, and The Staging of Venture Capital.” **Journal of Finance**. Wiley-Blackwell. 50(5). p. 1461–89.

Gompers, P., & Lerner, J. (1997) Risk and Reward in Private Equity Investments: The Challenge of Performance Assessment. **The Journal of Private Equity**, 1, p. 5 -12.

Gompers, P., & Lerner, J. (2000 fev.) Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations. **Journal Of Financial Economics**. *55*(2). 281–325.

Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., Strebulaev, I. A., & Boneu, P. (2021). How Venture Capitalists Make Decisions. **Harvard Business Review**, 99(2), p. 70–78. Human Resources Abstracts.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003 fev.) “Corporate Governance and Equity Prices.” **Quarterly Journal of Economics** 118(1) p. 107.

Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J, & Scharfstein, D. (2008 jan.)“Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets”. **Journal of Financial Economics**. 87(1). p. 1–23. Https://Books.Google.Com.Br/Books

Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2010). Performance Persistence in Entrepreneurship. **Journal of Financial Economics**. *96*(1), p. 18{32.

Gompers**,** P.**,** Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. **Journal of Financial Economics**. Jan2008, Vol. 87 Issue 1, p1-23. 23p. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.12.002. , Base de dados: Business Source Ultimate.

Google Finance (2020). Recuperado a partir de https://www.google.com/finance>

Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What Do Venture Capitalists Do? **Journal of Business Venturing**, *4*, p. 231-248.

Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2015). **The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies**. Retrieved from https://ssrn.com/abstract=2681841 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2681841

Gupta, U. (2000). **Done Deals: Venture Capitalists Tell Their Stories**. Boston: Harvard Business School Press.

Harris, R., Jenkinson T., & Kaplan, S. (2014). Private Equity Performance: What Do We Know? **Journal of Finance.** 69, p. 1851-1882.

Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. **Review of Financial Studies,** *13*, p. 959–984.

Hellmann, T., & Puri, M. 2002. Venture Capital and The Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. **The Journal of Finance,** 57: 169-197.

Hellmann, T., & Thiele, V. (2015). Friends Or Foes? The Interrelationship Between Angel and Venture Capital Markets. **Journal of Financial Economics**, *115*, p. 639-653.

Hochberg, Y., Ljungqvist, A., Lu, Y. (2007). Whom you know matters: venture capital networks and investment performance. **J. Finance**. 62, p.251–301.

Inside Venture Capital Brasil (2020 1º Sem.). **Distrito Data Miner.**

Jeng, L, & Wells, P. (2000). The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. **Journal of Corporate Finance**. Elsevier.

Jones, M., & Mlambo, C. (2013). *Early-stage* Venture Capital in South Africa: Challenges and Prospects. **South African Journal of Business Management,** 44(4), 1–12. Https://Doi.Org/10.4102/Sajbm.V44i4.164

Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2001). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. **Journal of Finance**. 59. p.2177-2210.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. **The Review of Economic Studies**, *70*. p.281-315.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. E. (2004). Characteristics, Contracts, And Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. **The Journal of Finance**, 59, p. 2177-2210.

Kaplan, S., & A. Schoar, (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, And Capital Flows. **Journal of Finance**. *60*, p. 1791-1823.

Kaplan, S., & Schoar, S. (2005 ago.). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. **Journal of Finance.** Wiley-Blackwell. *60*(4) p. 1791–1823.

Kaplan, S., & Stromberg, P. (1999). **"Financial Contracting Meets The Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts**," Working Paper, University of Chicago.

King, K. (1997 nov.). **Warning Rescue** *May Raise Risks.* Natl. Law J. B09.

Klingler-Vidra, R. (2015 mar.) Diffusion and Adaptation: Why Even the Silicon Valley Model is Adapted as It Diffuses to East Asia. **The Pacific Review**. p. 1-24.

Klingler-Vidra, R. (2016 out.). When venture capital is patient capital: seed funding as a source of patient capital for high-growth companies. **Socio-Economic Review**. *14*(4) p. 691–708.

Kortum, S., & Lerner, J. (2000) Assessing The Contribution Of Venture Capital To Innovation. **Rand Journal of Economics** *31*(4), p .674-692

KPMG. ABVCAP. (2020). **Consolidação de Dados 2020** – Indústria de Private Equity e Venture Capital No Brasil – Anos Base 2011-2019.

Lerner, J. & A. Schoar (2004). The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence From Private Equity. **Journal of Financial Economics**. *72*, p.3-40.

Lerner, J. (1994). The Syndication of Venture Capital Investments. **Finan. Manage**. 23, 16–27.

Lerner, J. (1995). "Venture Capitalists and The Oversight of Private Firms." **Journal of Finance**.*50*, p. 301–18.

Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. **Journal of Economic Perspectives**. *15*(2). p. 145–68.

Lerner, J. (2002). "Boom And Bust in The Venture Capital Industry And The Impact On Innovation." **Economic Review** (07321813) *87*(4). p. 25.

Lerner, J. (2009). **Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About It**. Princeton, Princeton University.

Lerner, J. (2012). "The Narrowing Ambitions of Venture Capital." **MIT Technology Review**.

Lerner, J., Leamon, A., Tighe, J., & Garcia-Robles, S. (2014). Adding Value Through Venture Capital in Latin America and the Caribbean. **Harvard Business School**. Working Paper. 15–024.

Ljungqvist, A., & Richardson, M.P. (2003). **The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity**. Unpublished New York University. Working Paper.

Malhotra, N. K. (2011). **Pesquisa de Marketing: Foco na Decisão.** (3a. ed.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.

Megginson, W.C., & Weiss, K.A. (1991). "Venture Capital Certification In Initial Public Offerings." **Journal of Finance**. 46, p. 879–93.

Metrick, A., & Yasuda, A. (2010 jun.). The Economics of Private Equity Funds. **Review of Financial Studies**. *23*(6). p. 23–41.

Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. **Review of Financial Studies**, *23*(6), p. 2303–2341. Business Source Ultimate.

Panda, S. (2012). Factors Affecting Capital Structure of Indian Venture Capital Backed Growth Firms. **South Asian Journal of Management**, *19*(1), 98–123.

Poterba, J. (1987). How Burdensome are Capital Gains Taxes? Evidence from the United States. **Journal of Public Economics**. 33, p. 157–72.

Poterba, J. (1989). "**Venture Capital and Capital Gains Taxation**," In L. Summers, Ed. Tax Policy and The Economy. Cambridge: MIT Press.

Puri, M. (1996). Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Effect? **Journal of Financial Economics**, 40. p.373–401.

Puri, M. (1999). Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process. **Journal of Financial Economics**, 54, p.133–163.

Rajan, R. (1992). Insiders And Outsiders: The Choice Between Relationship and Arm's Length Debt. **J. Finance** *47*, p. 1367–1400.

Reverte, C., & Badillo, R. (2019). Alternative Equity Financing Instruments For Entrepreneurial Ventures: A Bibliometric Analysis Of Research In The Last Three Decades. Current Science (00113891), *116*(6), 926–935. **Academic Search Premier.**

Revista Exame. (2009). **Melhores e maiores de 2009.** Recuperado a partir de https://issuu.com/exame/docs/mm-2009

Revista Exame. (2019). **Melhores e maiores de 2019.** Recuperado a partir de https://exame.com/edicoes/melhores-maiores-2019/

Sahlman, W. A. (1990 out.). The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**. *27*(2). p. 473–521.

Sahlman, W. A. (1990). The Structure and Governance of Venture-capital Organizations. **Journal of Financial Economics***, 27*. p. 473-521.

Sahlman, W., & Stevenson, H. (1987). Capital Market Myopia. **Harvard Business School Case.**

Sapienza, H. J. (1992). When Do Venture Capitalists Add Value? **Journal of Business Venturing,** *7*, p. 9-27.

Scharfstein, D.S., & Stein, J. C. (1990 jun.). **American Economic Review**. *80*(3), p. 465. Business Source Ultimate.

Schumpeter, J. A. (1942). **Capitalism, Socialism and Democracy**. Harper, New York.

Schwienbacher, A. (2013 jul.)The entrepreneur's investor choice: The impact on later-stage firm development. **Journal of Business Venturing**. *28*(4). p. 528–45.

Smith, R., Pedace, R., & Sathe, V. (2011). Vc Fund Financial Performance: The Relative Importance of IPO and M&A Exits and Exercise of Abandonment Options. **Financial Management** *40*, p. 1029-1065.

Sørensen, M. (2007). How Smart Is Smart Money? A Two-sided Matching Model of Venture Capital. **The Journal of Finance**, 62, p. 2725-2762.

Strauss, A. L., & Corbin, J. (2008). **Pesquisa Qualitativa: Técnicas e Procedimentos para o Desenvolvimento de Teoria Fundamentada**. Artmed.

Teece, D. J. (1980). Economics of scope and the scope of the enterprise. **Journal of Economic Behavior and Organization***,* 1, p. 223-247.

Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. **Journal of Economic Behavior and Organization,** 3, p. 39-63.

Tian, X. (2012). The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation For Entrepreneurial Firms. **Rev. Finance** *16*, p. 245–283.

Tian, X., & T. Wang (2014). Tolerance for Failure and Corporate Innovation, **Review of Financial Studies**. *27*, p. 211 – 255.

Tuomi, K., & Castro Neto, L. (2013). Innovation And Venture Capital Policy In Brazil And South Africa. **Journal of Technology Management & Innovation,** *8*(2), 35–46. Business Source Ultimate.

Twomey, R. (2007). The Paypal Mafia. **Fortune**. p. 56, 96.

Tykvová, T. (2017 jun.) "When And Why Do Venture-capital-backed Companies Obtain Venture Lending?" **Journal of Financial & Quantitative Analysis**. 52. p. 1049–80.

Vergara, S. C. (2010). **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração.** São Paulo: Atlas.

Von Thadden, E. (2004). Asymmetric Information, Bank Lending, And Implicit Contracts: The Winner's Curse. **Financ. Res. Lett.** *1*, p.11–23.

Yang, X.L. (2018) The Influence of Macro Factors On The Exit Of Venture Capital—take The Chinese Market As An Example. **Modern Economy**, *9*, p. 1301-1312.

APÊNDICE A – Roteiro de Entrevista em Profundidade

Perfil dos entrevistados:

Executivos de fundos de VC com atuação no Brasil.

Objetivos do estudo:

Explorar as principais dificuldades encontradas pelos fundos de VC no mercado brasileiro.

Apresentação:

Bom dia/tarde/noite, meu nome é Marcus Cardoso, sou aluno do Mestrado Profissional em Administração da FDC. Estamos fazendo uma pesquisa com os executivos de fundos de investimento de VC para compreender de uma forma geral quais são as principais dificuldades encontradas por esses fundos para desenvolverem as suas atividades no mercado brasileiro. Você poderia colaborar com a pesquisa. Trata-se de um bate-papo informal, em que não há certo ou errado, o que importa é sua opinião. Nossa conversa terá uma duração aproximada de 1 hora.

É importante dizer que esta entrevista será gravada para que a análise possa ser realizada posteriormente sem a perda de nenhuma informação. Conforme código de ética de pesquisa, nenhum dos respondentes será identificado, assim como as empresas ou os fundos que eles representam.

Podemos conversar?

AQUECIMENTO:

1) De maneira sucinta, por favor, poderia me contar sobre a sua trajetória profissional e quantos anos de experiência você tem na indústria?

O MERCADO NACIONAL DE VC

2) De um modo geral, como você enxerga o mercado de VC no Brasil, e quais são, na sua opinião, as principais barreiras encontradas pelas *startups* na captação de financiamento para o desenvolvimento das suas atividades?

3) Quais é, na sua visão, a principal vantagem apresentada pelas VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento?

4) Como o seu fundo de investimento está estruturado? Quais são as fases do ciclo de vida do seu fundo de VC? Qual o prazo de duração dos fundos de VC sob a sua gestão?

5) Na sua opinião, qual a importância da etapa de *exiting* no vigor do mercado de VC no Brasil? Por quê?

MONTAGEM DE PORTFÓLIO

6) Quais são os principais fatores levados em consideração para a montagem de portfólio e para a tomada de decisão de se investir ou não em um determinado empreendimento?

7) Na construção de portfólio, o fundo que você representa permite o coinvestimento, assim como a entrada de outros fundos de VC no empreendimento? Se sim, qual a principal razão desse movimento?

8) Qual é o estágio de maturidade de empreendimento em que o seu fundo forma o portfólio (*early* ou *late stage*)?

ÚLTIMA SESSÃO: ABORDAGEM DIRETA AO PROBLEMA DA PESQUISA

O foco central deste trabalho trata da identificação das razões para ausência de fundos VC em rodadas de captação para negócios *late stage*.

9) Segundo pesquisas, no mercado americano, cerca de 46,8% dos fundos investem em empreendimentos classificados como *early-stage*. No Brasil, segundo pesquisa conduzida pela Inside VC - Distrito (1º Semestre/2020), essa fatia é de cerca de 74,1%. Alternativamente 54,2% dos investimentos no mercado americano são realizados no *late stage*.

Ainda de acordo com a pesquisa conduzida pela Inside VC (1º Semestre/2020), a participação dos fundos domésticos nos estágios mais avançados é praticamente inexistente. Na sua opinião, por que os fundos domésticos, especificamente, possuem uma participação tímida nos estágios mais avançados?

10) Na sua opinião, quais são as razões que impedem os fundos de investimento doméstico em terem uma participação mais relevante em investimentos *late-stage*?

11) Na sua opinião, isso é um problema, e, se sim, como você acredita que essa situação possa mudar no futuro?

Fechar a entrevista abrindo para o entrevistado os objetivos do estudo, demonstrando os pontos centrais de interesse da investigação e questionando os pontos contraditórios de sua fala. Aqui é importante fazer uma análise do que foi dito e buscar compreender a fundo os motivos do objetivo central da pesquisa.

***

APÊNDICE B – Quadro de Roteiro de Perguntas de Pesquisa

#	Pergunta	Construto	Referencial Teórico
1	De maneira sucinta, por favor, poderia me contar sobre a sua trajetória profissional e quantos anos de experiência você possui na indústria?	N/A	N/A
2	De um modo geral, como você enxerga o mercado de VC no Brasil e quais são, na sua opinião, as principais barreiras encontradas pelas *startups* na captação de financiamento para o desenvolvimento das suas atividades?	Assimetria de informações e ausência de *track record*.	Hellmann and Puri (2000), Cumming *et al.* (2006), Reverte and Badillo, (2019).
3	Quais é, na sua visão, a principal vantagem apresentada pelas VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento?	Instrumentos de Patrimônio	Gompers e Lerner (1998, 2001), Drover *et al*. (2017).
4	Como o seu fundo de investimento está estruturado? Quais são as fases do ciclo de vida do seu fundo de VC? Qual o prazo de duração dos fundos de VC sob a sua gestão?	*Limited Partner, General Partner, Fundraising, Investing, Exiting*	Chemmanur and Fulghieri, (2014), Reverte e Badillo (2019), Gompers and Lerner (1998, 2001, 2002), e Metrick and Yasuda, (2010).
5	Na sua opinião, qual a importância da etapa de *exiting* no vigor do mercado de VC no Brasil? Por quê?	Retorno financeiro do fundo	Chemmanur and Fulghieri (2014), Gompers and Lerner (2001, 2002), Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016).
6	Quais são os principais fatores levados em consideração para a montagem de portfólio, e para a tomada de decisão de se investir ou não em um determinado empreendimento?	Mérito das oportunidades, *Due Dilligence*, Perfil dos fundadores, Qualidade e experiência da equipe	Kaplan and Stromberg (1999); Shalman (1988, 1990), Chemmanur and Fulghieri (2014), Fried and Hirsrich (1994); Garmaise (1999); Gompers and Lerner, (1998), Hellmann and Puri (2000), Baron and Hannan, (2002).

(Continua)

(Conclusão)

#	Pergunta	Construto	Referencial Teórico
7	Na construção de portfólio, o fundo que você representa permite o coinvestimento, assim como a entrada de outros fundos de VC no empreendimento? Se sim, qual a principal razão desse movimento?	Reduzir exposição do risco	Gompers and Lerner, (1999), Deli e Santhanakrishnan (2010)
8	Qual é o estágio de maturidade de empreendimento em que o seu fundo forma o portfólio (*early* ou *late stage*)?	Especialização de VC	Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016).
9	Segundo pesquisas, no mercado americano, cerca de 46,8% dos fundos investem em empreendimentos classificados como *early-stage*. No Brasil, segundo pesquisa conduzida pela Inside VC (1º Semestre/2020), essa fatia é de cerca de 74,1%. Alternativamente, 53,2% dos investimentos no mercado americano são realizados no *late stage*. Ainda de acordo com a pesquisa conduzida pela Inside VC (1º Semestre/2020), a participação dos fundos domésticos nos estágios mais avançados é praticamente inexistente. Na sua opinião, por que os fundos domésticos, especificamente, têm uma participação tímida nos estágios mais avançados?	Criticidade do *early stage* para os próximos estágios, Investidores Distintos	Schwienbacher (2013), Gompers and Lerner (1998, 2001, 2002), Tykvova (2017)
10	Na sua opinião, quais são as razões que impedem os fundos de investimento doméstico de terem uma participação mais relevante em investimentos *late-stage*?	Reduzir exposição do risco	Gompers and Lerner (1999, 2001, 2002, 2020).
11	Na sua opinião, isso é um problema, e, se sim, como você acredita que essa situação possa mudar no futuro?	N/A	N/A