

## **IMPACTO DO ÂNIMO DO MERCADO DE CAPITAIS NO RESGATE DOS INVESTIMENTOS DE VENTURE CAPITAL**

Marcelo Tavares Da Silva - Universidade de São Paulo

Marcelo Caldeira Pedroso - Antonio Carlos de Campos Pedroso e Therezinha Maria Caldeira Pedroso

Liliam Sanchez Carrete - FEA USP

### **Resumo**

Há várias evidências de que a formação e o crescimento de startups são a base de desenvolvimento econômico das nações. No Brasil, mesmo com as sérias dificuldades econômicas e políticas que o país vem enfrentando, os investimentos nas startups vêm aumentando. Muito se discute sobre a captação de recursos financeiros pelas startups, e como acelerar o crescimento das mesmas. No entanto, há momentos em que o empreendedor tem de tomar a decisão em continuar ou sair do investimento realizado. Dependendo do momento e das condições existentes no mercado, os empreendedores e investidores terão maiores chances de maximizar os retornos sobre os investimentos realizados. Este trabalho tem como objetivo identificar se existe alguma relação entre o ânimo do mercado de capitais e as saídas do investimento por IPO ou por venda estratégica (VE). Foi realizada uma pesquisa bibliográfica de abordagem exploratória da literatura específica e pesquisa documental de abordagem descritiva com coleta no banco de dados do mercado de capitais (Economatica) e no banco de dados CrunchBase. Os dados foram tratados por meio de análise estatística. Ao final, os resultados foram analisados à luz da teoria relatada e apresentada a conclusão sobre o impacto do ânimo do mercado de capitais no resgate dos investimentos de Venture Capital.

## IMPACTO DO ÂNIMO DO MERCADO DE CAPITAIS NO RESGATE DOS INVESTIMENTOS DE VENTURE CAPITAL

### Resumo

Há várias evidências de que a formação e o crescimento de *startups* são a base de desenvolvimento econômico das nações. No Brasil, mesmo com as sérias dificuldades econômicas e políticas que o país vem enfrentando, os investimentos nas *startups* vêm aumentando. Muito se discute sobre a captação de recursos financeiros pelas *startups*, e como acelerar o crescimento das mesmas. No entanto, há momentos em que o empreendedor tem de tomar a decisão em continuar ou sair do investimento realizado. Dependendo do momento e das condições existentes no mercado, os empreendedores e investidores terão maiores chances de maximizar os retornos sobre os investimentos realizados. Este trabalho tem como objetivo identificar se existe alguma relação entre o ânimo do mercado de capitais e as saídas do investimento por IPO ou por venda estratégica (VE). Foi realizada uma pesquisa bibliográfica de abordagem exploratória da literatura específica e pesquisa documental de abordagem descritiva com coleta no banco de dados do mercado de capitais (Economatica) e no banco de dados *CrunchBase*. Os dados foram tratados por meio de análise estatística. Ao final, os resultados foram analisados à luz da teoria relatada e apresentada a conclusão sobre o impacto do ânimo do mercado de capitais no resgate dos investimentos de *Venture Capital*.

**Palavras-chave:** empreendedorismo, inovação, *startup*, IPO, venda estratégica

### Abstract

*There is ample evidence that the formation and growth of startups are the basis of nations' economic development. In Brazil, even with the serious economic and political difficulties that the country has been facing, investments in startups have been increasing. Much is discussed about startups funding of startups as well as how to accelerate growth. However, sometimes the entrepreneurs have to make decisions regarding continue the business or exit the investment. Depending on the market conditions and decision time, entrepreneurs and investors will have a better chance of maximizing their returns on investments. This paper aims to identify if there is any liaison between the capital market mood and the IPO or strategic sale (VE) investment outflows. It was carried out an exploratory approach of bibliographic research for specific literature and a descriptive approach for data collection in the database of the capital market (Economatica) and CrunchBase. The data were statistically analyzed. Thus, the results were discussed in light of the reported theory and presented the conclusion on the impact of the capital market mood on the rescue of Venture Capital investments.*

**Keywords:** entrepreneurship, innovation, *startup*, IPO, strategic sale

## 1. INTRODUÇÃO

O crescimento econômico tem sido espetacular onde o empreendedorismo tem sido ativamente estimulado. Países como os EUA, Japão, Coreia do Sul, Taiwan e Singapura são excelentes exemplos. Há várias evidências de que a formação e o crescimento de *startups*<sup>1</sup> nos EUA são responsáveis pela grande maioria da criação de empregos e crescimento na economia. Nos EUA, a revolução empreendedora das *startups* gerou entre 600.000 a 700.000 novos negócios por ano desde 1980, o que significou a geração de mais de 20 milhões (líquido) de novos empregos – o tão conhecido ‘Milagre Americano’. Entretanto, ao mesmo tempo, várias grandes empresas dos EUA não forneceram um clima efetivo para a iniciativa intraempreendedora e se tornaram obsoletas, perdendo milhões de empregos porque encolheram seu tamanho ou foram liquidadas. (MERRIFIELD, 1993). Lamentavelmente, os novos empreendimentos (*startups*) também têm uma alta taxa de insucesso. (ROBINSON, 1999)

Nos países da América Latina (com notável exceção ao Chile), ainda há muita corrupção e burocracia o que acaba por desestimular a criação de um número maior de *startups*. Esse é um dos motivos do baixo crescimento da economia nesta região. (MERRIFIELD, 1991). No entanto, no Brasil, mesmo com as sérias dificuldades econômicas e políticas que o país vem enfrentando, nestes últimos três anos, pode-se observar que os investimentos nas *startups* não sofreram queda. A Associação Brasileira de *Startups* (AB *Startups*) mapeou mais de 4.000 *startups*, localmente, e com investimento de, aproximadamente, R\$ 170 milhões no primeiro semestre de 2015, envolvendo 183 *startups* por 45 investidores (FUNDACITY, 2015). O Fundacity (2015), também observa que, na Europa o apoio com aportes financeiros via instituições governamentais chega a mais de 55% versus os aportes privados. No Brasil, este percentual está em 17%, ficando evidente que as *startups* precisam de um apoio governamental contínuo, de forma a manter ou aumentar a atividade de investimento que são a base de desenvolvimento econômico das nações.

Considerando que, de modo geral, toda empresa tem um ciclo de vida que vai desde a concepção da ideia até a maturidade e, posteriormente, declínio e encerramento das atividades, existe um momento (neste ciclo) em que todo empreendedor ou investidor precisa (ou deve) tomar a decisão de continuar ou sair do investimento realizado. Dependendo do momento e das condições existentes no mercado (ambiente) em que esta decisão é tomada, os empreendedores e investidores terão maiores chances de maximizar os retornos sobre os investimentos realizados.

Esta decisão é, particularmente, importante quando a empresa é uma *startup* pois os empreendedores, em geral, dispõem de pouca orientação profissional ou não dispõem de estudos mais elaborados na análise e planejamento de saída do investimento, de forma a maximizar seu retorno.

Neste sentido, há carência de informações básicas e orientadoras, tais como: entendimento do ciclo de vida do *startup*, como e o porquê buscar recursos de *Venture Capital*, quais são as medidas que devem ser tomadas pelos empreendedores e/ou esperadas dos investidores para maximização do retorno, quais as condições de mercado para decidir entre a abertura de capital (IPO) ou pela venda estratégica (VE) da empresa, dentre outras.

O interesse dos autores pelo tema deste trabalho se deu pela observação que vários empreendedores de *startups*, quando se decidem pela saída do investimento, recebem orientação do mercado que o IPO deve ser buscado como um objetivo final, pois o retorno do investimento é maior do que o da venda estratégica. Independente da confirmação ou não deste maior retorno, os autores entendem que há muito mais casos de vendas estratégicas do que IPO

<sup>1</sup>*Startup*: novo negócio ou recentemente estabelecido (<https://en.oxforddictionaries.com/definition/us/start-up>).

que ocorrem ao longo do tempo, e isto deveria ser considerado pelos empreendedores quando da tomada de decisão.

Este trabalho tem como objetivo identificar se existe alguma relação entre o ânimo do mercado de capitais e as saídas do investimento por IPO ou por VE. O conhecimento da existência dessa relação (ou não) pelos empreendedores de *startups* pode servir de suporte aos mesmos no momento da tomada de decisão de saída do investimento.

Este artigo está organizado da seguinte forma: a Seção 2 descreve uma breve revisão da literatura específica (publicações acadêmicas sobre empreendedorismo) para definição de conceitos tais como, empreendedorismo, *startup*, ciclo de vida da *startup*, saída do investimento, IPO e venda estratégica. A Seção 3 descreve a metodologia, em que é realizada uma pesquisa bibliográfica em base de dados para verificação da relação proporcional de saídas do investimento de *startups* por IPO e por venda estratégica no Brasil de 2000 a 2016 e, também, verificada a quantidade de IPO por ano e a relação média do valor patrimonial a mercado sobre o valor patrimonial contábil por ano para o período de 2000 até 2016, com dados obtidos do mercado de capitais. Na Seção 4 são discutidos os resultados encontrados na pesquisa. E, por fim, a Seção 5 apresenta as conclusões.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Empreendedorismo

É importante compreender a importância do empreendedorismo para o desenvolvimento econômico dos países. Segundo Schumpeter (1934, 1942), a formação de novas empresas (*startups*) independentes leva à destruição criativa dos mercados existentes. Ele era um economista e preocupava-se com a distribuição da riqueza de forma equitativa para que toda a população pudesse usufruir do desenvolvimento e crescimento econômico do país:

“Não só a soma da riqueza individual deve ser alcançada, mas também a sua distribuição entre os indivíduos... A distribuição da riqueza é importante para a determinação de valores e formação da produção, e pode-se sustentar que um país com uma mesma riqueza pode ser rico ou pobre de acordo com a maneira como essa riqueza é distribuída”.  
(SCHUMPETER, 1909)

Novas empresas (*startups*), sendo independentes de empresas existentes e não possuindo uma base estabelecida de clientes, não estão ‘presas’ na utilização de uma determinada tecnologia evolutiva (incremental) e estão ‘livres’ para inventar e comercializar para um novo conjunto de clientes. Conforme Spencer, Kirchhoff e White (2008), as *startups* desempenham um papel vital na criação de novas oportunidades econômicas que podem ser exploradas pelas próprias *startups* ou por outras empresas que podem, ou não, melhorar de modo incremental a tecnologia. Ainda segundo eles, ‘O empreendedor de uma *startup* desempenha um papel significativo na manutenção de uma distribuição equitativa da riqueza. É por essa razão que mantemos uma distinção entre a inovação empresarial de uma pequena empresa ou empresa iniciante (*startup*) e as atividades inovadoras das empresas existentes, especialmente dominantes, no mercado. Pode parecer estranho que a vitalidade da economia seja mantida através do declínio de grandes empresas, mas o nascimento contínuo de novas empresas, geralmente, mais do que compensa os empregos perdidos, bem como fornece a nova tecnologia que mantém a economia girando’. Este último parágrafo explica o conceito de ‘destruição criativa’ de Schumpeter (1942) e, também, seu argumento de que a economia está em estado perpétuo de desequilíbrio dinâmico. Os empreendedores reverterem a ordem

estabelecida, desencadeando um vendaval de destruição criativa que obriga as empresas existentes se adaptarem ou desaparecerem. Desta forma, uma definição para empreendedorismo é:

“O empreendedorismo significa inovação por firmas de *startup* independentes que causam a destruição criativa que produz uma redistribuição equitativa da riqueza” (SCHUMPETER, 1934).

## 2.2 Startup

Uma definição para o termo *startup* é:

“Uma *startup* é uma organização temporária em busca de um modelo de negócio escalável, recorrente e lucrativo”. (BLANK<sup>2</sup>, DORF, 2014)

De maneira clara, todas as definições para *startup* convergem para o fato que essas empresas estão em estágio inicial, e exatamente por isso necessitam de suporte e incentivo para serem criadas e se estabelecerem perante clientes e mercado, a fim de gerar resultados em seus negócios.

Nestes novos tempos em que o acesso à informação é fundamental para que os negócios se desenvolvam, rapidamente, é possível verificar que as *startups* são aquelas mais adaptadas ao novo ambiente. É comum associarmos as *startups* potencialmente ligadas à tecnologia. As empresas de tecnologia com alto potencial de crescimento estão presentes em quase todas as áreas da sociedade e, praticamente, para cada empresa tradicional em declínio, há uma *startup* em desenvolvimento e ascensão. (COMPASS, 2015)

Andreessen (2011) afirma que toda tecnologia necessária para transformar diferentes setores por meio de softwares finalmente é possível e pode ser entregue em escala global. Ainda de acordo com o autor, a programação de softwares, serviços baseados na internet, baixos custos de inicialização e um vasto mercado para serviços online, torna mais fácil o lançamento de *startups* baseadas em tecnologia em diversas indústrias, diminuindo investimento em novas estruturas e treinamento de novos funcionários.

## 2.2 Ciclo de Vida da Startup

Todas as empresas têm um ciclo de vida, mas as *startups* são organizações temporárias que serão empresas ‘tradicionais’, se tiverem sucesso, em algum momento no futuro. Este ciclo de vida da *startup* pode ser dividido em fases conforme pode-se ver na Figura 1.

Uma pequena empresa tradicional tem probabilidade de sucesso nos dois primeiros anos em torno de 75%. As *startups* em estágio inicial têm probabilidade de fracasso de 75%, quando a empresa é fundada por um capital-semente (*seed capital*), por investidores anjos ou aceleradoras, e por amigos, família e curiosos (FFF = 'Friends, Family and Fools'), e ainda não está operando com lucro, mesmo se a ideia, equipe, produto e plano forem bons o suficiente para atrair investidores (*Private Equity* e *Venture Capital*<sup>3</sup>).

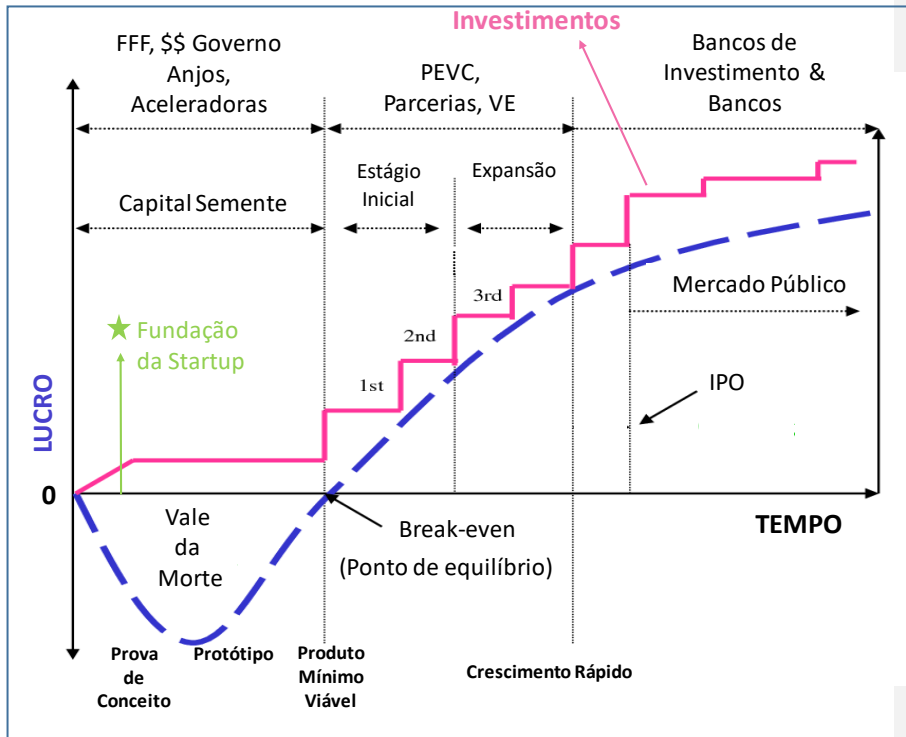
O vale da morte (*death valley*) é um termo que identifica o período inicial de atividades das *startups* e vai até o momento em que estas atingem o equilíbrio (*break even*) das operações.

<sup>2</sup> Steve Blank é empreendedor em série no Vale do Silício, professor e um dos maiores autores sobre empreendedorismo (<https://steveblank.com/>).

<sup>3</sup> Neste documento, para simplificação, não será feita distinção entre *Private Equity* e *Venture Capital (PEVC)*.

Este é um ponto crítico que se apresenta para as *startups*: elas raramente têm sucesso, mas quando o obtêm, é um sucesso que mais que compensa o sacrifício.

Figura 1 – Ciclo de vida da *Startup*



Fonte: autoria própria adaptado de Cardullo (1999) e Iliev (2015).

Uma empresa pequena como a *startup* precisa de capital financeiro para se desenvolver enquanto não tem seus produtos ou serviços vendidos em escala no mercado.

As *startups* têm necessidades específicas de investimento e, portanto, não são muito bem entendidas pelos bancos comerciais, que estão acostumados a emprestar para pequenas empresas tradicionais. No caso das *startups*, os bancos irão fazer a relação risco-retorno e não vão querer correr riscos desnecessários. Afinal de contas, há várias outras empresas tradicionais interessantes no mercado precisando de crédito.

Assim, na fase inicial da *startup* quem faz o investimento e corre os primeiros riscos junto com o empreendedor são os chamados anjos e as aceleradoras. Os anjos e aceleradores apostam mais nas ideias e na capacidade de realização dos empreendedores.

O investidor anjo coloca seu investimento em um grande número de *startups* em fase inicial e, em troca, passa a ter uma porcentagem maior de capital próprio na empresa. A grande maioria dos investimentos do anjo fracassa, mas a esperança é que, eventualmente, uma das *startups* tenha sucesso e mais do que compense os fracassos.

As aceleradoras gerenciam o ambiente de financiamento inicial, preparando as empresas para seu primeiro investimento. Elas investem a condições de mercado, fornecem

acesso a mentores e treinamento em um amplo conjunto de assuntos relacionados a *startups*. Em troca, elas tomam 5-10% de capital próprio na empresa.

Vencido o vale da morte, assumindo que o negócio sobreviva até o ponto de equilíbrio entre receitas e despesas (*break-even*), várias rodadas (*rounds*) de financiamento nos estágios iniciais e mais maduros podem então ser realizados, permitindo que uma primeira (e subsequente) geração de produtos sejam criados e penetrem seus mercados.

As empresas de capital de risco (PEVC) são aquelas que investem em *startups* em uma fase mais adiantada. Se a *startup* já atingiu a rentabilidade e pode mostrar um bom gráfico de crescimento, haverá vários “PEVC” esperando para financiar a próxima fase de crescimento em troca de uma participação no capital próprio da *startup*. As PEVC são, em geral, estruturadas para fazer investimentos de vários milhões de dólares num pequeno número de *startups* em fase final nas quais elas podem colher resultados grandes ou mesmo estratosféricos. Assim, a grande maioria dos investimentos de capital no estágio inicial de uma *startup* ainda depende de uma rede de confiança e não é só dinheiro que vai ajudar a empresa a crescer, rapidamente.

Num mundo de ritmo acelerado, não se pode esperar que uma pequena *startup* em fase inicial tenha plena ciência sobre estratégias de crescimento, financiamento, impostos, leis trabalhistas, novas tecnologias, marketing e como definir as expectativas apropriadas, interna e externamente

É necessário que haja condições favoráveis que são encontradas no chamado ecossistema<sup>4</sup> no qual ela esteja inserida. No ecossistema, as *startups* encontram um ambiente favorável para seus desenvolvimentos, tais como, talentos humanos, fácil acesso a uma grande variedade de potenciais clientes e, principalmente, um mentor para fornecer perspectivas, aconselhamento, contexto, contatos e inspiração. Em um estudo (COMPASS, 2015), descobriu-se que os empreendedores com mentores tiveram três vezes e meia mais crescimento, e levantaram sete vezes mais dinheiro do que aqueles sem mentores. Não há nenhum fator isolado que faça um ecossistema falhar ou prosperar, mas sim uma combinação de muitos fatores (COMPASS, 2015). Conforme Steve Blank:

“A democratização do empreendedorismo no Vale do Silício e dos ecossistemas de *startups* em todo o mundo está criando novas estratégias e estruturas para esta ruptura e inovação. São as lições de estratégia das *startups* que iluminarão o caminho para a reestruturação massiva de todas as estruturas empresariais deste século. Só então olharemos para trás e perceberemos que nós estávamos apenas começando a revolução econômica do mundo conectado”. (COMPASS, 2015)

Em geral, após a primeira rodada de investimento dos VCs as *startups* estão mais atraentes para realizarem parcerias com grandes corporações ou uma venda estratégica (VE). Muitas *startups* promissoras são adquiridas durante este período.

Se essa venda não acontece, o próximo grande passo é a abertura de capital via o IPO (*Initial Public Offering*) com a emissão de ações da empresa no mercado de capitais. Se tudo correr bem, o IPO for realizado e atingido um preço saudável das ações, isso dará um excelente retorno aos seus investidores. Porém, nem sempre o IPO ocorre como planejado e muitas *startups* escolhem permanecer como empresa privada, principalmente, se eles têm meios de financiar seus planos de crescimento. Ocasionalmente, pode ocorrer que uma empresa com capital aberto venha a fechar o seu capital com a recompra das ações no mercado. Ou, uma nova oportunidade de venda estratégica pode aparecer.

<sup>4</sup>Ecossistema: é local onde estão localizadas as *startups*, e seus empreendedores (fundadores) e os investidores em fase inicial podem se encontrar (autoria própria).

## 2.3 Saída do Investimento

Há cinco opções de saída do investimento para empreendedores/investidores, segundo Cumming e Macintosh (2003):

- a) abertura de capital (IPO): venda de distribuição de ações da *startup* para o público investidor através de listagem em bolsa de valores;
- b) venda estratégica (*trade sale*): fusão ou aquisição da *startup* por outra empresa;
- c) venda para outro investidor (*secondary sale*): venda parcial/total da participação na *startup* pelo PEVC para outro investidor (em geral, outro fundo de PEVC);
- d) recompra pelo empreendedor (*buyback*): compra das ações dos investidores de PEVC pelos demais acionistas da *startup*; e,
- e) liquidação total dos ativos (*write-off*): desconstituição da *startup* e liquidação de todos seus ativos.

Neste estudo, somente serão analisadas as duas primeiras opções: IPO e venda estratégica.

### 2.3.1 IPO (Initial Public Offering)

O IPO (Initial Public Offering) refere-se ao processo de venda de distribuição de ações para o público investidor através de listagem em bolsa de valores. No IPO, os investidores PEVC vendem sua participação na empresa para o público geral de investidores e o retorno obtido de seus investimentos depende do preço de venda da ação obtido no processo do IPO.

O preço de venda das ações da empresa é determinado pelo *bookbuilding* que funciona como um leilão, realizado pelo Banco de Investimento que assessoria a empresa, para determinar o preço de equilíbrio entre oferta e demanda de ações junto aos investidores.

Uma empresa com alta expectativa de retorno deve atrair uma grande demanda do público geral de investidores, atingindo um alto preço e, conseqüentemente, gerando um grande retorno para o PEVC. A preferência pelo resgate dos investimentos via abertura de capital se dá em função do alto potencial de retorno que essa opção oferece aos investidores que aportaram recursos em algum momento do ciclo de vida da *startup*. Dessa forma é possível afirmar que o IPO é a forma de saída mais desejável pelos investidores profissionais (GOMPERS et al., 2008).

As evidências empíricas confirmam essa hipótese. Por exemplo, Gompers (1995) utiliza uma amostra de 794 empresas que receberam aportes de PEVC no período de 1987 até 1991 e identifica que a saída por IPO é a principal forma de resgate dos investimentos PEVC responsável por 22,5% da amostra. Adicionalmente, essa opção de saída também é responsável pela maior remuneração dos investidores: a média do retorno anual foi de 60%a.a. em comparação à segunda opção de saída do investimento, a venda estratégica com participação de 23,8%, e remuneração média de 15,4%a.a. (SIQUEIRA, CARVALHO, NETTO, 2011).

Sarin, Das e Jaganathan (2002) investigaram as formas de saída dos investimentos PEVC no período de 1980 até 2000 de 52.322 financiamentos e identificaram que as saídas por IPO ocorrem em 20% a 25% do total das saídas realizadas, como sendo a forma de saída de maior proporção em relação às outras formas de saída.

Ainda, Sorensen (2007) analisa os determinantes de sucesso em PEVC nos Estados Unidos usando uma amostra de 1666 empresas investidas entre 1982 e 1995, com base no sucesso de investimentos individuais. Considera como sucesso os casos de saídas realizadas por IPOs e como fracasso todas as outras saídas não realizadas por IPO. Esta evidência empírica é importante, mas nem sempre o investidor encontra condições favoráveis do mercado de capitais para realizar o IPO e, então, todas as outras saídas poderiam ser consideradas como



aceitáveis, com exceção do encerramento das operações e conseqüente liquidação de todos os ativos, sem necessariamente apresentarem-se como fracassos.

Gompers et al (2008) analisa 1084 veículos de investimentos *Private Equity/Venture Capital* que realizaram 13.785 investimentos no período de 1975 até 1988 nos Estados Unidos e encontraram evidências de que o fluxo de recursos para o financiamento do empreendedorismo varia em função das mudanças no ambiente econômico. Em períodos de mercado de capitais mais favoráveis, há maior fluxo de recursos em função da maior probabilidade de saída do investimento por IPO, alternativa com maior expectativa de remuneração do capital investido.

### 2.3.2 Venda Estratégica

A venda da *startup* para uma outra empresa é uma das opções estratégicas que o empreendedor/investidor tem para realizar o retorno sobre o investimento realizado. Assim como uma operação de fusão e aquisição (F&A) de empresas tradicionais, a venda e compra de uma *startup* precisa ser elaborada e implementada. Decidida pela venda estratégica, a *startup* deve estabelecer um processo organizado em fases para executar seu projeto com o objetivo de ter o melhor retorno possível.

A *startup* vai estar no polo vendedor do projeto de aquisição e é importante ter uma equipe (própria ou de terceiros) preparada e, na medida do possível, experiente na condução de processos de F&A. A empresa que estará no polo comprador, por sua vez, vai esperar que a aquisição da *startup* possa criar valor para seus *stakeholders*<sup>5</sup>.

Segundo Depamphilis (2010), dentro de uma perspectiva legal, relacionada à estrutura legal utilizada para consumar a transação, denomina-se fusão à estratégia de combinar dois negócios. Basicamente, a fusão ocorre quando duas empresas se juntam ou se fundem para formar uma única empresa, mas sob um novo nome. Isto acontece porque, com frequência, as duas empresas possuem tamanhos similares e cooperam uma com a outra no processo de se tornar uma só empresa. Já a aquisição se refere à situação em que uma das empresas adquire a outra e esta última deixa, legalmente, de existir. Em geral, uma empresa compra uma outra de menor tamanho que pode ser absorvida pela organização da primeira ou se tornar uma subsidiária daquela. A empresa que procura fundir com ou adquirir uma outra empresa é, geralmente, denominada adquirente. E, a empresa que está sendo comprada/adquirida é denominada alvo (*target*). Por motivo de transações envolvendo *startups*, neste estudo, o processo considerado será sempre de aquisição.

Dentro de uma perspectiva econômica (DEPAMPHILIS, 2010), independentemente do tamanho da empresa, há aquisição horizontal quando o adquirente e alvo competem na mesma indústria; e, há aquisição vertical quando o alvo é fornecedor ou distribuidor de um ou mais produtos ou serviços da adquirente. Na aquisição vertical, o adquirente passa a ter controle sobre parte da cadeia de valor. Se adquirir um fornecedor diz-se que houve 'integração para trás' e se aquisição for de um distribuidor, 'integração para frente'.

Nas aquisições horizontais, o foco do comprador está em aumentar a receita pelo aumento de participação de mercado ou pela expansão do portfólio de produtos. Nas aquisições verticais, o foco está em reduzir custos pela eliminação de custos de aquisição e aumento da eficiência da cadeia de fornecimento (CAPRON, 1999).

A segunda alternativa de resgate do investimento pelos investidores profissionais depois do IPO é, portanto, a venda estratégica, que é menos dependente do nível de atividade do mercado de capitais, pois, a venda de sua participação depende da identificação de um único

<sup>5</sup>*Stakeholders* são aqueles grupos que têm uma participação ou interesse na empresa. Inclui fornecedores, clientes, empregados, acionistas, e a comunidade local, assim como, a gestão da organização em seu papel de agente para estes grupos. (FREEMAN et al, 2010)

comprador que identifica a aquisição da empresa investida como uma grande oportunidade de investimento ao invés da dependência da atração de um grande público geral investidor, como no caso do IPO.

De modo geral, há muito mais operações de vendas estratégicas do que IPOs. Como já mencionado, a possibilidade de realização de um IPO é determinada pelas condições, favoráveis ou não, existentes no mercado acionário. No caso da venda estratégica, algumas empresas mantêm a capacidade de realizar aquisições, mesmo durante crises financeiras (SCHWIENBACHER, 2005). Desta forma, a venda estratégica se apresenta como uma alternativa boa e com baixa exposição à volatilidade do mercado financeiro.

### 3. METODOLOGIA

Neste estudo, empregou-se a abordagem exploratória para a realização de pesquisa bibliográfica. A pesquisa exploratória tem como objetivo aprofundar o conhecimento sobre o problema a fim de torná-lo evidente (GIL, 2010). A pesquisa bibliográfica utiliza, comumente, fontes secundárias de dados e é fundamental para realizar pesquisas científicas de qualquer natureza, pois busca conhecer, analisar e discutir um assunto ou problema a partir de um referencial teórico (MARTINS, THEÓPHILO, 2009).

Os autores realizaram um estudo exploratório através da revisão da literatura por meio das ferramentas de busca e acesso às bases de dados *Google Scholar*, *Web of Science*, SIBI-USP e SciELO utilizando como descritores: empreendedorismo, inovação, startup, IPO, venda estratégica, e os equivalentes em inglês, *entrepreneurship*, *innovation*, *startup*, *IPO* e *strategic selling*. Os autores acessaram 19 artigos técnicos conforme listado na bibliografia ao final deste estudo. Foram ainda consultados 4 livros específicos na área de empreendedorismo, além de outros 3 livros e 4 fontes de conteúdo online.

Para a coleta de dados da pesquisa bibliográfica, os autores realizaram leitura rápida, com o intuito de verificar se a obra consultada era de interesse ao tema do trabalho. Na sequência fez-se a leitura seletiva das obras selecionadas, com aprofundamento nas partes mais aderentes ao tema. Registraram-se então as informações extraídas das fontes. Na análise e interpretação dos resultados os autores realizaram uma leitura analítica com a finalidade de ordenar e resumir as informações contidas nas fontes.

Para a pesquisa documental utilizou-se uma abordagem positiva e a forma de investigação foi a descritiva. A escolha do período base para análise ocorreu de forma não probabilista. Gil (2010) afirma que esse tipo de estudo tem como principal objetivo descrever as características de determinada população, ou fenômeno, ou estabelecer relações entre as variáveis. A pesquisa documental utiliza fontes primárias de dados, tais como documentos e bases de dados de entidades privadas, com o objetivo de contribuir para a análise dos problemas (MARTINS, THEÓPHILO, 2009).

A pesquisa documental foi realizada em dois bancos de dados:

- a) *CrunchBase*<sup>6</sup>, para a coleta de dados de empresas startups Brasileiras, e levantamento dos negócios (IPO ou Venda Estratégica) concretizados no período de 2000 a 2016. Colocou-se um filtro no banco de dados de forma a se trabalhar somente com empresas que possuíssem características de startups; e,

<sup>6</sup> *CrunchBase*: é um banco de dados do ecossistema de startups, composto por investidores, incubadoras, aceleradoras e startups, que reúne informações comerciais sobre centenas de milhares de empresas em todo o mundo. Muitas das informações (perfil de empresas, pessoas, fundos, financiamentos e eventos) são inseridas de forma espontânea pelos usuários contribuidores. Em 2013, a *CrunchBase* afirmou ter 2 milhões de usuários acessando seu banco de dados, mensalmente (<http://www.crunchbase.com>).

- b) Economática<sup>7</sup>, para a coleta de dados das empresas brasileiras que negociam suas ações na BM&FBOVESPA e levantamento da quantidade de IPO por ano e do índice *market-to-book* (M/B), que indica a relação média do valor patrimonial a mercado sobre o valor patrimonial contábil por ano, para o período de 2000 até 2016. A média anual da relação valor patrimonial a mercado sobre o valor patrimonial foi calculada pela média dos valores trimestrais de todas as empresas que possuíam disponibilidade das informações: valor patrimonial a mercado e patrimônio líquido em pelo menos três dos quatro trimestres a cada ano. Com esses dois indicadores procura-se avaliar o ânimo do mercado de capitais.

O índice *market-to-book* (M/B) é um indicador que mede as oportunidades de crescimento das empresas, sendo obtido através da divisão entre o valor de mercado (*market value*) da empresa e o valor contábil do patrimônio líquido (*book value*).

Para Cunha (2006), o *market value* é o valor que os investidores do mercado acionário estão dispostos a pagar em negociação nas bolsas de valores, e segundo Matucheski e Almeida (2006), esse valor é obtido pela multiplicação do valor unitário da ação pela quantidade total de ações que compõem o capital social da empresa. O *book value*, segundo Moreira (2004), é o valor da empresa com base no patrimônio líquido que, por sua vez, é obtido pela diferença entre o ativo e passivo.

Acredita-se que há uma relação positiva entre o índice M/B e as perspectivas de desempenho financeiro das empresas, pois algumas empresas podem ter este índice muito superior ao valor reconhecido na contabilidade e outras o inverso, ou seja, valerem menos do que está reconhecido na contabilidade. Desta forma, é possível que o índice M/B apresente dois resultados distintos:

a)  $M/B > 1$  (maior que 1), evidenciando que o mercado reconhece que determinada empresa tem um valor maior do que está registrado nas suas demonstrações contábeis, ou seja, o mercado está reconhecendo algo que não está sendo, explicitamente, reconhecido pela contabilidade; ou,

b)  $M/B < 1$  (menor que 1), significando que o mercado não está reconhecendo os valores expressos nas demonstrações contábeis da empresa.

Conforme Santanna et al. (2003), o índice M/B expressa a valorização da empresa em relação aos seus dados contábeis. Para Gilio (2010), a diferença entre valor de mercado e valor contábil tem crescido a cada dia devido a diversas variáveis que a contabilidade ainda não consegue captar, geralmente por dificuldades de identificação, definição ou mensuração. Assim, o índice M/B considera a projeção dos resultados para uma empresa no longo prazo, já que captura as oportunidades futuras de crescimento das empresas (ALMEIDA, LOPES, CORRAR, 2011).

Após a coleta dos dados, procedeu-se à análise dos dados via cálculos estatísticos entre o M/B e as quantidades de saídas do investimento por IPO ou VE (venda estratégica). A análise da variância (ANOVA) é um método estatístico utilizado para descobrir se existem ou não diferenças significativas entre as médias populacionais. Os resultados foram então analisados com a finalidade de verificar o fator de explicação das variáveis independentes IPO e VE – em relação à variável dependente – M/B.

<sup>7</sup>Economática: é uma ferramenta que consiste em um conjunto de módulos analíticos avançados que operam em grandes bases de dados, gerando informações de alta confiabilidade e permite aos usuários extrair informações para criar relatórios a partir de uma análise mais profunda desses bancos de dados (<http://economica.com>).

#### 4. RESULTADOS

Os dados coletados constam da Tabela 1, a seguir:

Tabela 1 – Dados Coletados

Ano	M/B	Qtde IPO Economática	Qtde IPO CrunchBase	Qtde VE CrunchBase
2000	1.22265	1	1	0
2001	0.90297	0	0	1
2002	1.20712	1	0	1
2003	1.51482	0	4	0
2004	1.82454	8	2	3
2005	2.56808	8	0	0
2006	5.16475	26	4	2
2007	2.21695	64	7	4
2008	2.21197	4	2	2
2009	2.01435	6	2	5
2010	1.28127	11	1	10
2011	1.78289	11	3	5
2012	1.89150	3	2	8
2013	1.88685	10	1	11
2014	1.94556	1	0	10
2015	1.51372	1	0	23
2016	1.50575	1	0	42
Total	17	156	29	127

Fonte: autoria própria com dados do CrunchBase e Economática

Podemos ver um resumo dos resultados encontrados na Tabela 2 abaixo:

Tabela 2 – Correlação do Índice M/B com Saídas do Investimento

Y	X1 QTDE IPO (CrunchBase)	X1 QTDE VE (CrunchBase)
M	0,86	-1,95
B	(9,36%)	(50,84%)

→ Os valores em parênteses referem-se ao p-valor da regressão.

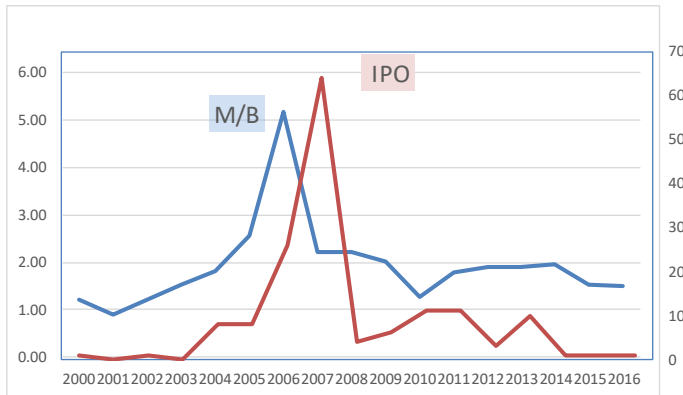
Fonte: autoria própria

Assim, pôde-se verificar que a quantidade de IPO como saída de investimento de venture capital apresentou relação positiva com o ânimo do mercado de capitais, medido por M/B médio do mercado de capitais (coeficiente de 0,86 com nível de significância de 9,36%), como era de se esperar.

Para a quantidade de VE (venda estratégica) como saída dos investimentos de venture capital, encontrou-se relação inversa com o ânimo do mercado de capitais (coeficiente com

sinal negativo, -1,95), também, como era de se esperar, porém, o resultado do p-valor foi de 0,5084, indicando que não há significância estatística.

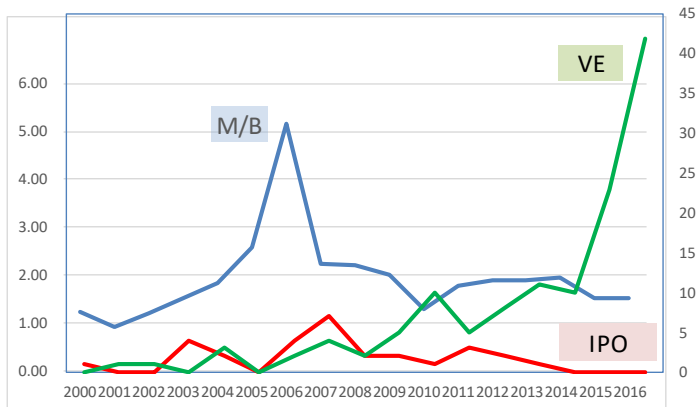
Gráfico 1 – Índice M/B e IPO por ano



Fonte: autoria própria com dados da Economatica

O gráfico 1 representa a evolução histórica da quantidade de saída por IPO dos investimentos das *startups* e a evolução histórica do indicador M/B médio do mercado de capitais sinalizando movimento conjunto entre o indicador do ânimo de mercado e saída por IPOs.

Gráfico 2 – Índice M/B, IPO e VE por ano



Fonte: autoria própria com dados do CrunchBase

O gráfico 2 representa a evolução histórica da quantidade de saída por Venda Estratégica e por IPO dos investimentos das *startups* e a evolução histórica do indicador M/B médio do mercado de capitais sinalizando que o grau de associação do indicador B/M com a quantidade de saída por IPOs é maior do que com a quantidade de saída por Venda Estratégica.

## 5. CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo identificar se existe alguma relação entre o ânimo do mercado de capitais e as saídas do investimento por IPO ou por VE. Aplicando a metodologia de regressão por mínimos quadrados ordinários primeiramente entre quantidade de IPO anual de *startups* que receberam aporte de recursos de *Venture Capital* e o ânimo de mercado, medida pelo índice médio anual *Market/Book Value* (M/B) do IBOVESPA no período de 2000 até 2016. O coeficiente obtido apresentou sinal positivo e significativo estatisticamente. Esse resultado indica que um mercado de capitais mais favorável viabiliza o resgate dos investimentos de *venture capital* na forma que mais remunera o capital investido, o IPO.

Em seguida, aplicou-se a regressão entre quantidade de saída por Venda Estratégica anual de *startups* que receberam aporte de recursos de *Venture Capital* e o ânimo de mercado, medida pelo índice médio anual *Market/Book Value* (M/B) do IBOVESPA no período de 2000 até 2016. O coeficiente obtido apresentou sinal negativo, porém sem significância. Esse resultado indica que em um mercado de capitais o resgate de investimento por venda estratégica apresenta-se como uma solução mais viável para remuneração do capital investido.

Esses resultados são consistentes com os de Gompers et al (2008) que identifica que o fluxo de recursos para o financiamento do empreendedorismo varia em função das mudanças no ambiente econômico que impacta de diferentes maneiras as oportunidades de investimento, medida também pelo indicador M/B, por acreditar que há maior probabilidade de resgate dos investimentos por IPO, a saída com expectativa de maior remuneração do capital investido.

Importante mencionar que o número de observações é pequeno (17 anos) e, portanto, uma das limitações encontradas neste trabalho. Outra limitação é a utilização da base de dados *CrunchBase* que, além de ser recente, trabalha com inclusão de dados de colaboradores voluntários. Portanto, vários dados podem estar ausentes do *CrunchBase*. No entanto, optou-se por sua utilização, visto ter informações sobre startups para os quais este estudo pode ter relevância.

Para trabalhos futuros, sugere-se verificar o índice M/B segmentado por setor de atividade da empresa e a quantidade de IPO e VE para verificar se o grau de correlação e a significância sofrem alterações significativas quando se considera um setor específico.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J.E.F; LOPES, A.B; CORRAR, L.J. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice *market-to-book*. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v.4, n.1, p.44-62, 2011.

ANDREESSEN, M. Why software is eating the world. *The Wall Street Journal*. 20 de Agosto de 2011. Disponível em: <<http://www.aberdeeninvestment.com/wp-content/uploads/2009/11/Why-Software-Is-Eating-The-World-8-20-111.pdf>>. Acesso em 2/1/2017.

BLANK, S.; DORF, B. *Startup: Manual do Empreendedor. O Guia Passo A Passo Para Construir Uma Grande Empresa*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014.

CAPRON, L. The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*, v.20, n.11, p. 987-1018, 1999.

CARDULLO, M. W. *Technological Entrepreneurism: Enterprise Formation, Financing and Growth*. Engineering Management Series. Research Studies Pre. New Jersey: Wiley-Blackwell, 1999.

COMPASS The Global Startup Ecosystem Ranking 2015. *Compass Inc.* Disponível em: <<https://startup-ecosystem.compass.co/ser2015/>>. Acesso em 2/1/2017.

CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits. *Journal of Banking and Finance*, v.27, n.3, p.511–548, 2003. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=268557&rec=1&srcabs=272231&alg=1&pos=8](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=268557&rec=1&srcabs=272231&alg=1&pos=8)>. Acesso em 2/1/2017.

CUNHA, J. H. C. A contabilidade e o real valor das empresas: foco no capital intelectual. In: *CONGRESSO USP – CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 6º. São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/anais/artigos62006/558.pdf>>. Acesso em: 20/07/2017.

DEPAMPHILIS, D. M. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 5th ed. Rio de Janeiro, RJ: Academic Press, 2010.

FREEMAN, R. E.; HARRISON, J.; HICKS, A.; PARMAR, B.; COLLE, S. *Stakeholder theory: The state of the art*. New York: Cambridge University Press, 2010.

FUNDACITY *Fundacity Investment Report – Brazil*, 2015. Disponível em: <<http://www.fundacity.com/investment-report-brazil-2015>>. Acesso em 3/1/2017.

GIL, A. C. (2010). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GILIO, L. Análise da capacidade explicativa de informações contábeis para o índice marketto-book de empresas listadas no Ibovespa. In: *CONGRESSO USP - CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 10º. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/anais/artigos102010/446.pdf>>. Acesso em: 20/07/2017.

GOMPERS, P.A. Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, v.50, n.5, 1461–1489, 1995.

GOMPERS, P. A.; KOVNER, A.; LERNER, J.; SCHARFSTAEIN D. Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets. *Journal of Financial Economics*, n.87, p. 1-23, 2008.

ILIEV, I. Funding Innovation: options for startups within the circular economy. In: *Resource 2015 – Funding Options for Startups*. Londres: Ecomachines Incubator, 2015. Disponível em: <<https://www.slideshare.net/EcoMachinesIncubator/ecomachines-incubator-resource-2015>>. Acesso em 20/07/2017.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATUCHESKI, S; ALMEIDA, L. B. Variáveis contábeis e o preço das ações. In: *CONGRESSO USP – CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 6º. São Paulo, 2006.

Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/anais/artigos62006/566.pdf>>. Acesso em: 20/07/2017.

MERRIFIELD, B. D. A modern “Marshall plan” for evolving economies. *Journal of Business Venturing*, v. 6, n. 4, p. 231–236, 1991.

MERRIFIELD, B. D. Intrapreneurial corporate renewal. *Journal of Business Venturing*, n.8, p. 383-389, 1993.

MOREIRA, L. P. Avaliação de empresas. In: *CONGRESSO USP - CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 4º. São Paulo, 2004. CD-ROM.

ROBINSON, K. C. An examination of the influence of industry structure on eight alternative measures of new venture performance for high potential independent new ventures. *Journal of Business Venturing*, March 1999, v. 14, n. 2, p. 165–187, 1999.

SANTANNA, D. P.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOUZADA, L. C. A relação entre *market-to-book* equity e lucros anormais no mercado de capitais no Brasil. In: XXVII ENANPAD, Atibaia (SP). Realizado de 20 a 24 de set. 2003. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod\\_evento=1&cod\\_evento\\_edicao=7&cod\\_edicao\\_subsecao=48&cod\\_edicao\\_trabalho=1690](http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=7&cod_edicao_subsecao=48&cod_edicao_trabalho=1690)> Acesso em: 20/07/2017.

SARIN, A.; DAS, S. R.; JAGANNATHAN, M. *The Private Equity Discount: An Empirical Examination of the Exit of Venture Backed Companies* (January 22, 2002). Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=298083>>. Acesso em 3/1/2017.

SCHUMPETER, J. A. On the Concept of Social Value, *Quarterly Journal of Economics* v.23, n.2, p.213–232, 1909.

SCHUMPETER, J. A. *The Theory of Economic Development: An Inquiry Into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. New Brunswick, NJ: Transaction Books, 1934.

SCHUMPETER, J. A. *Capitalism, Socialism, and Democracy*. 3rd Ed. New York: Harper & Row, 1942.

SCHWIENBACHER, A. *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States*. EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, 2005. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=302001](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=302001)>. Acesso em 2/1/2017.

SIQUEIRA, E. M. R.; CARVALHO, A. G.; NETTO, H. G. Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v.9, n.2, p. 189-208, 2011.

SORENSEN, M. How Smart is Smart Money? Two-Sided Matching Model of Venture Capital. *Journal of Finance*, v.62, n.6, p.2725–2762, 2007.

SPENCER, A. S.; KIRCHHOFF, B. A.; WHITE, C. Entrepreneurship, Innovation, and Wealth distribution: The Essence of Creative Destruction. *International Small Business Journal*, v.26, n.1, p. 9–26, 2008.