

## **ANÁLISE DOS CRITÉRIOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTO DE UM FUNDO DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL.**

Milton José Daré Junior - Universidade de São Paulo

Liliam Sanchez Carrete - FEA USP

Andre Baron Filter - FECAP

### **Resumo**

Este trabalho tem como objetivo identificar e explorar quais os critérios de decisão de investimento em startups praticados pelos fundos de Venture Capital (VC) no Brasil. Este estudo terá como base de trabalho critérios pré-estabelecidos que são utilizados para a análise de um dos principais fundos de investimento de VC no Mundo. Dessa forma, propõe-se um estudo exploratório das evidências empíricas dos fatores de decisão de investimento dos fundos de VC e um estudo de caso sobre o processo de decisão de um fundo de Venture Capital no Brasil. Os fatores a serem observados e abordados neste estudo serão: características de mercado, time fundador, produto, clientes, competição, tecnologia, canais, parcerias, empreendimento, análise financeira/projeções, termos de negociação, riscos contingenciais entre outros. Propõe-se, então, uma pesquisa de estudo de caso de cunho exploratório com um fundo de VC brasileiro com o objetivo de identificar principais fatores impulsionadores do investimento e orientar os empreendedores e startups para decidir o momento certo para iniciar o processo de captação de investimentos com base nesses fatores.

## **Análise dos critérios de decisão de investimento de um fundo de *Venture Capital* no Brasil.**

### **Resumo**

Este trabalho tem como objetivo identificar e explorar quais os critérios de decisão de investimento em *startups* praticados pelos fundos de *Venture Capital* (VC) no Brasil. Este estudo terá como base de trabalho critérios pré-estabelecidos que são utilizados para a análise de um dos principais fundos de investimento de VC do Brasil. Dessa forma, propõe-se um estudo exploratório das evidências empíricas dos fatores de decisão de investimento dos fundos de VC e um estudo de caso sobre o processo de decisão de um fundo de VC no Brasil. Os fatores a serem observados e abordados neste estudo serão: características de mercado, produto, empreendimento e análise financeira. Propõe-se, então, uma pesquisa de estudo de caso de cunho exploratório com um fundo de VC brasileiro com o objetivo de identificar principais fatores impulsionadores do investimento e orientar os empreendedores e *startups* para decidir o momento certo para iniciar o processo de captação de investimentos com base nesses fatores.

Palavras-chave: *Venture Capital*, Investimentos, Processo de seleção, *Startups*.

### **Abstract**

This work aims to identify and explore the criteria for investment decision in startups practiced by Venture Capital (VC) funds in Brazil. The study will be based on pre-established criteria that are used to analyze one of the main VC investment funds in Brazil. Thus, an exploratory study of the empirical evidence of the investment decision factors of VC funds and a case study on the decision process of a VC fund in Brazil are proposed. The factors to be observed and addressed in this study will be: characteristics of the market, product, enterprise and financial analysis. Therefore, an exploratory case study research with a Brazilian VC fund is proposed with the objective of identifying the main drivers of investment and guiding entrepreneurs and startups to decide the right moment to start the process of attracting investments. based on these factors.

Keywords: Venture Capital, Investments, Selection Process, *Startups*.

## 1 INTRODUÇÃO

Os investimentos em *startups* realizados por fundos de VC têm crescido de forma ascendente no Brasil. Conforme Abvcap e KMPG (2019) o valor total investido por VCs passou de 13,5 bilhões de reais em 2018 para 23 bilhões em 2019. Além disso, o surgimento de redes de investidores anjos como o FEA *Angels*, Anjos do Brasil, GV *Angels* ou o Poli *Angels*, demonstra que o ecossistema empreendedor brasileiro cresceu, inclusive, é o país com o terceiro maior número de novos unicórnios, denominação utilizada para empresas que alcançam um valor de mercado maior que U\$ 1 Bilhão, no ano de 2019, atrás somente de Estados Unidos e China (Infomoney, 2019). Este aumento de investimentos se deve, também, a redução de taxa básica de juros brasileira – atualmente em 4,5% ao ano (G1, 2019) - bem como a evolução do mercado Brasileiro.

Com o desenvolvimento da economia e o aumento de grupos de anjos e fundos VC brasileiros, cresce também o desafio de encontrar a melhor oportunidade de investimento. Por isso, os processos de seleção e análise de investimento em *startups* tem se mostrado de alta relevância durante o processo de negociação e aporte de recursos financeiros nessas iniciativas. No Brasil, este processo de análise é semelhante às práticas norte americanas, onde se encontram os maiores fundos de VC do mundo.

Este artigo tem como objetivo realizar um estudo dos fatores de tomada de decisão de investimento de um VC e o processo de avaliação de *startups*, a partir de uma entrevista com um representante de um grande VC brasileiro, e assim contribuir com a literatura, investidores, *startups* e empreendedores que buscam captação de recursos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Definição e Funcionamento de fundos VC

Segundo Metrick e Yasuda (2010), um fundo de *venture capital* é descrito por diversas características, dentre as quais pode se destacar a intermediação financeira de recursos, onde os fundos de VC captam recursos com investidores, também chamados de *limited partners*, e os aplicam em empresas de capital privado. Os VC's, dessa forma, atuam de maneira ativa monitorando as empresas investidas e as ajudando em seus desenvolvimentos maximização de retorno, dado que possuem o objetivo de maximizar seu retorno investindo em empresas que

posteriormente sejam vendidas para uma outra empresa estratégica e maior ou por meio de uma oferta pública de ações. Outro ponto importante nessa dinâmica, é a questão do foco em crescimento desses fundos, que investem em crescimento interno das empresas investidas.

Os fundos VC além de possuírem as características descritas acima também são estruturados em *General Partners* (GP) e *Limited Partners* (LP) (Berkery, 2007).

Os GP são os próprios administradores dos VC, responsáveis por encontrar as oportunidades de investimentos em *startups*, fazer a negociação dos termos de investimento junto aos empreendedores e monitorar os investimentos adicionando valor agregado aos empreendedores por meio de conhecimento e conexões ao longo da jornada do investimento.

Os LP são os investidores que aportam capital junto aos VC, geridos pelos GP. Em teoria, os LP poderiam realizar os investimentos diretamente nas *startups* – não precisando pagar os custos de gestão de um GP, entretanto encontrar oportunidades de investimento é uma tarefa complexa que consome bastante tempo, requer conexões para encontrar boas oportunidades de negócio e habilidades de avaliação de empresas nesse estágio. Por isso, os LP buscam GP capacitados para que façam isso por eles com a expectativa de que este custo com esses profissionais seja compensado com altos retornos para o fundo. Normalmente, os LP são pessoas físicas, fundos de pensão, *endowments* (ex: *Yale University*) e corporações.

De acordo com Metrick e Yasuda (2010) os fundos de VC possuem um modelo econômico de remuneração de seus GP que compreendem uma taxa de administração (*management fee*) mais uma taxa de carregamento (*carried interest*). O que é observado na indústria americana, e também brasileira, segundo Berkery (2007) é de uma taxa de administração de 2% ao ano que cobre os custos do GP com salários e outros custos fixos mais 20% de taxa de carregamento sobre o lucro do fundo que recebe aportes dos LP. Na maior parte dos fundos a porcentagem da taxa de carregamento do fundo é provisionada antecipadamente com os sócios do fundo sabendo de antemão quanto será devido a eles ao longo do tempo.

Em geral, o que se observa como resultado operacional dos fundos de VC é que eles tendem a diversificar seus portfólios de investimentos com alocação entre 15 a 25 *startups* sendo que 33,33% delas acabam falindo, outros 33,33% desenvolvem uma performance mediana enquanto que outros 33,33% desempenham uma performance bastante relevante de tal forma a justificar o investimento nessa classe de ativos pelos LP (Berkery, 2007).

## **2.2 Fatores de decisão de investimento em *startups***

Conforme explorado anteriormente, para que os fundos de VC alcancem seus resultados operacionais esperados e seguindo as principais tendências deste mercado, um processo de análise de investimento em *startups* deve ser uma das grandes preocupações dos seus gestores (GPs). Saber identificar os critérios de decisão de investimento e avaliá-los caso a caso são fatores de importância para a tomada de decisão de investimento.

Segundo Metrick (2010), o processo de investimento de um VC antes dos recursos saírem do fundo e serem alocados nos empreendimentos incluem as seguintes etapas: time fundador, mercado, clientes, produto, tecnologia, concorrentes, projeções, canais, parcerias, recursos, termos de negociação (*transaction terms*) e “coisas terríveis”.

### **2.3.1 Time fundador**

O primeiro aspecto identificado no processo de análise diz respeito sobre o perfil dos fundadores do empreendimento. Nessa etapa, o VC deve fazer uma pesquisa sobre o histórico profissional do empreendedor, por onde trabalhou, como é o relacionamento pessoal dele com os colegas de trabalho, antigos gestores e subordinados bem como identificar algum risco relacionado a como este fundador lida com desafios. A pergunta chave é: este time tem as competências necessárias para fazer este modelo de negócio lograr?

### **2.3.2 Tamanho de mercado**

O tamanho de mercado é dos fatores de decisão mais relevantes para um VC decidir se faz ou não o investimento. Segundo Berkery (2007), o a oportunidade tem que ser grande o suficiente para justificar um investimento que pode ser multiplicado 10 vezes, 20 vezes ou mais. A maioria dos *VCists* buscam oportunidades de mercado que devem, pelo menos, proporcionar uma eventual saída com valuation de empresa entre US\$ 200 milhões a US\$ 300 milhões. Algo menor que isso, pode afastar potenciais investidores. Os investidores devem saber o total de recursos que existem no nicho de mercado em questão, ou seja, o tamanho do mercado endereçável da oportunidade. Alguns questionamentos importantes recaem sobre limitações geográficas e o *market share* alvo que a empresa/*startup* busca alcançar. A pergunta chave é: essa *startup* possui um mercado estimado e grande?

### **2.3.3 Clientes**

Um dos aspectos relevantes do processo de avaliação das *startup* é em relação aos seus clientes e potenciais clientes. Nesta etapa, é importante identificar quem são os reais clientes dessa empresa e se a *startup* atua em apenas um segmento de cliente ou mais. É comum, inclusive, que alguns VC faça o exercício de cliente oculto da empresa para avaliar sua capacidade de venda bem como avaliar como os clientes reagem ao estarem em contato com o seu produto. O importante é identificar o quão sólido pode ser o relacionamento da empresa junto aos seus clientes com o foco do relacionamento de longo prazo.

### **2.3.4 Produto**

O produto é uma variável que os fundos de VC devem buscar entender o quão eficiente eles são. O produto é realmente bom? Para tal, os fundos podem tanto usar o produto quanto falar com os potenciais clientes para entender as vantagens e desvantagens que ele pode ter junto ao mercado. Muitas vezes um grupo de foco é contratado para fazer essa avaliação. Segundo Berkery (2010), os investidores devem buscar por produtos ou serviços que contemplem preferencialmente margens maiores que 80%.

### **2.3.5 Tecnologia**

A parte da tecnologia contempla a necessidade dos VC em consultar especialistas do mercado de tecnologia para avaliar tanto o founder técnico quanto a tecnologia proposta na *startup*. Trata-se de um item crucial para os investidores para identificar tanto as tecnologias empregadas quanto a sua proteção legal por patentes ou segredos comerciais. A melhor hora de identificar esses pontos é antes da realização dos investimentos, pois a tecnologia pode impor barreiras de entrada e ser um diferencial competitivo.

### **2.3.6 Competição**

Quem são os competidores da *startup*? Os investidores devem investigar quem são as empresas que concorrem diretamente com o empreendimento em questão. É preciso explorar as vantagens competitivas da empresa em relação a concorrência para que o negócio seja sustentável no mercado. Neste ponto, raramente uma *startup* não terá concorrência e, caso não

tenha e o mercado seja grande, é um sinal vermelho para seguir na negociação, pois as chances de um concorrente estar sendo negligenciado é grande.

### **2.3.7 Projeções**

As projeções de uma *startup* quase em 100% dos casos estão grossamente inflacionadas. Embora isso seja um fato, o importante destas projeções para um VC é entender como time da empresa entende seu modelo de negócios e como ele irá crescer de forma sustentável. Ou seja, as projeções devem estar alinhadas com todas as suas as linhas. Por exemplo, se a projeção de crescimento é de 100% ano contra ano, há que se considerar o crescimento do time de vendas, a capacidade de produção do serviço entre outros custos de acordo com este crescimento. Estes indicadores dizem muito sobre a capacidade do time em relação ao crescimento e progressão da *startup*.

### **2.3.8 Canais**

Em canais, é preciso entender por quais formas os produtos ou serviços são entregues aos clientes e quais as estruturas de custos para que tal produto/serviço seja entregue. A pergunta é: como o produto/serviço é vendido para o cliente? Dessa forma, os VC's passam a entender quem são os elementos envolvidos na cadeia dessa *startup*. Assim, compreende-se melhor a respeito das projeções de crescimento da empresa bem como o relacionamento com cliente e como este crescimento pode ser impactado pelos atores dessa cadeia (ex: Atacadistas, distribuidores, revendedores, etc.).

### **2.3.9 Parcerias**

As parcerias, para muitas *startups*, são cruciais para crescimento – em alguns casos as *startups* chegam até a ser dependentes delas. Por parcerias entende-se por fornecedores-chaves, empresas de desenvolvimento e empresas que possuem algum acordo com a *startup* em questão. Para os VC's essa frente é delicada para entender o quão saudável é o relacionamento da empresa junto a estas parceiras, para que assim riscos sejam evitados na operação. Em alguns casos, VC's com boa reputação no mercado chegam a colaborar muito atraindo parceiros chave para a operação da *startup* investida.

### **2.3.10 Recursos**

Quanto de recursos o empreendimento possui até então na sua operação? Essa é uma pergunta muito importante que os VC's devem se perguntar ao analisar as oportunidades de investimento. Entender como as *startups* administram suas finanças e como fazem o controle financeiro é relevante para que tenham visibilidade sobre como a *startup* vai fazer sua alocação de recursos para alcançar a almejada saída dos investidores. Essa análise inclui estimativas do financiamento total que será requerido para que a *startup* alcance seu objetivo de atingir a oferta pública de ações ou uma eventual venda estratégica para uma empresa maior.

### **2.3.11 Termos de negociação**

Os termos de negociação do VC e *startups* devem ser olhados com cuidado. Apesar de os advogados, em teoria, fazerem a investigação dos eventuais riscos para os investidores, os VC's devem entrar nessa análise com o objetivo de identificar pontos de atenção na relação entre VC e investida bem como a questão de acesso às informações privadas do empreendimento. Neste caso, evita-se casos de falta de transparência na relação e regras claras em relação a participação acionária de cada uma das partes envolvidas e como estes se relacionarão em eventuais próximas rodadas de investimento.

### **2.3.12 Riscos Contingenciais**

O tópico de “coisas terríveis” conforme descrito por Metrick (2010) é a parte que aborda os potenciais riscos no relacionamento entre o VC e a *startup*. Nesse sentido, é o momento onde o investidor deve encontrar potenciais riscos legais nesse investimento como riscos trabalhistas, tributários, entre outros. É a parte de *due diligence* para evitar litígios entre ambas as partes durante o relacionamento de investidor e investida.

## **3 DADOS E MÉTODO**

A Metodologia de pesquisa a ser utilizada neste trabalho é de um estudo de caso exploratório junto a um fundo de investimento de VC brasileiro chamado Provence Capital, que



consistirá em uma entrevista qualitativa para identificação dos fatores propulsores para a tomada de decisão de investimento de um fundo de *VC* brasileiro.

Nas entrevistas, serão explorados os critérios de decisão de investimento destacados no referencial teórico com o objetivo de entender a abordagem do fundo brasileiro para cada um dos seus critérios, identificando se há semelhanças e diferenças tendo como base o referencial teórico utilizado. (ALMEIDA, FRANCESCONI, FERNANDES, 2019)

A coleta de dados deste estudo de caso se deu por meio de uma entrevista de aproximadamente 24 minutos e 36 segundos utilizando-se de gravação de áudio via gravador de voz de Iphone com o profissional Marcelo Mitre, um dos sócios do fundo de *VC* Provence Capital. Dessa forma, a Tabela 1 descreve todas as perguntas realizadas ao longo da entrevista bem como a temática de cada uma delas para posterior avaliação do autor deste estudo de caso relacionando-o com o que é observado no referencial teórico utilizado deste trabalho.

Tabela 1 – Lista de perguntas da entrevista com fundo de *VC*

Tema	Pergunta
Time Fundador	Como é feita a análise do time fundador?
Tamanho de mercado	Quais são as características de mercado consideradas para a tomada de decisão de investimento?
Clientes	Como é feita a análise dos clientes da <i>startup</i> para a tomada de decisão de investimento?
Produto	Quais devem ser as características do produto/serviço investido?
Tecnologia	Como é realizada a avaliação da tecnologia empregada no serviço?
Competição	De qual forma é realizada a análise de concorrência da <i>startup</i> ?
Projeções financeiras	Qual a relevância das projeções financeiras apresentadas pela <i>startup</i> na tomada de decisão de investimento?
Canais	Como é realizado o processo de avaliação de canais de venda da <i>startup</i> investida?
Parcerias	Há algum estudo realizado em relação as empresas e stakeholders parceiros?
Recursos	O que é observado na gestão de recursos de uma <i>startup</i> para que seja feito um investimento?
Termos de negociação	O que é mais importante para você nos termos de negociação de investimento junto a uma <i>startup</i> ?
Riscos Contingenciais	Como são realizados os controles de riscos contingenciais?
Outros	Gostaria de adicionar algo não comentado neste estudo?

## 4 RESULTADOS

Os resultados da entrevista realizada com o fundo Provence Capital são abaixo descritos por meio de seus temas e perguntas abordadas durante a fase de coleta de dados. Dessa forma é possível observar a abordagem do fundo para o temas levantados no estudo com a descrição do áudio realizada a seguir:

### 4.1 Time Fundador

Pergunta: Como é feita a análise do time fundador?

Resposta: “Um dos maiores diferenciais competitivos dentro de uma empresa é a capacidade dos fundadores de atrair e reter talentos, além de poder formar estes talentos dentro da organização. É importante entender quem faz parte da segunda camada de gestão do time e se os fundadores foram capazes de formar estas pessoas. O ideal é que essa segunda camada não seja formada por profissionais que estejam temporariamente na *startup* ou que estejam lá pela remuneração de curto-médio prazo.

Além disso, a experiência dos fundadores dentro da indústria é muito importante para evitar “aventureiros” e que tenham a cabeça de fazer um negócio sustentável e não negócios que levantam milhões/bilhões no powerpoint sem haver sentido financeiro ainda. Na Provence nós buscamos fundadores que tenham resiliência e que querem montar boas empresas onde estejam buscando um retorno do negócio para os próximos 15 a 20 anos, sendo um diferencial importante para nosso fundo a visão de longo prazo”.

### 4.2 Tamanho de mercado

Pergunta: Quais são as características de mercado consideradas para a tomada de decisão de investimento?

Resposta: “Temos uma tese de investir em companhias que nós possamos ajudar de alguma forma. É importante que a companhia esteja predominantemente no Brasil e que tenhamos conhecimento da indústria em questão. Nós, por exemplo não temos atuação de investimento no varejo, porém indústrias de software, healthtechs, edtechs e business-to-business ficamos mais confortáveis de atuar.

O tamanho de mercado claramente é importante, mas acreditamos que bons empreendedores acabam criando o mercado (Ex: Gympass e Rock Content), e isso é bastante relevante. Por isso, acabamos preferindo olhar mais para as pessoas a necessariamente para o tamanho de mercado. Podemos investir em mercados pequenos desde que o empreendedor tenha capacidade de criar produtos adjacentes e construir um novo mercado. No nosso fundo não há restrição de tamanho mínimo de mercado para que façamos investimentos”.

### **4.3 Clientes**

Pergunta: Como é feita a análise dos clientes da *startup* para a tomada de decisão de investimento?

Resposta: “Dentro do processo da Provence, a última etapa que fazemos de *due dilligence* é o de realizar o *reference check* com os clientes. Este sempre é um procedimento invasivo em que empreendedor tem que apresentar de 10 a 20 clientes. Portanto, deixamos isso para a última etapa para ouvir a opinião deles sobre a empresa.

O diferencial para nossa tomada de decisão de investimento é quando escutamos que os clientes gostam da empresa e solução oferecidas, de tal forma que alguns deles chegam a dizer “eu posso investir também? ”. Em boa parte das empresas nas quais investimos isso acaba acontecendo. Nós sempre pedimos para os empreendedores para falar com clientes atuais, os que estão com eles há mais de 2 anos e com aqueles que deram “*churn*”. Dessa forma, sempre buscamos falar com pessoas chaves nessas companhias para pegar suas melhores opiniões em relação a empresa”.

### **4.4 Produto**

Pergunta: Quais devem ser as características do produto/serviço investido?

Resposta: “Avaliamos o quão satisfeitos e felizes os clientes estão com os produtos por meio de avaliação de Net Promoter Score (NPS) bem como por indicação do serviço/produto para outros clientes.

### **4.5 Tecnologia**

Pergunta: Como é realizada a avaliação da tecnologia empregada no serviço?

Resposta: “Adoraríamos ter uma pessoa especializada em tecnologia dentro do fundo para poder avaliar as tecnologias das empresas investidas dizendo o que faz sentido ou não e onde o serviço poderia melhorar, qual o tipo de arquitetura seria melhor empregada.

Como na maioria dos fundos de VC do Brasil, isso ainda não é viável, até porque ter uma pessoa de tecnologia agnóstica que consiga avaliar qualquer tipo de código não acontece com tanta frequência. Logo, hoje acabamos avaliando a tecnologia por meio dos próprios clientes da empresa, que citam as falhas eventuais que o app tenha, se há um bug não resolvido e se tem alguma característica do produto que não esteja tão bem-feita em termos de UX, backend e integração”.

#### **4.6 Competição**

Pergunta: De qual forma é realizada a análise de concorrência da *startup*?

Resposta: “Fazemos uma avaliação para entender quem são os concorrentes diretos da *startup* dentro do Brasil. O mercado brasileiro ainda não é tão grande a ponto de não conseguir identificar quem compete neste mesmo mercado. Assim, durante a análise com os clientes perguntamos a eles se já usaram um concorrente ou não e como foi essa experiência. Dessa forma, também tentamos fazer um benchmark com empresas parecidas nos Estados Unidos e Europa para também entender a dinâmica desse mesmo mercado lá fora. O fator decisivo para decidir investir em uma *startup* tendo por base a concorrência é identificar quem a *startup* possui como cliente tendo em vista seus concorrentes diretos, pois se a *startup* tiver clientes *Tier 1* e a concorrência *Tier 2*, nós tenderemos a nos associar à *startup* com os melhores clientes”.

#### **4.7 Projeções financeiras**

Pergunta: Qual a relevância das projeções financeiras apresentadas pela *startup* na tomada de decisão de investimento?

Resposta: “Para nós é muito importante ter uma projeção financeira detalhada de um prazo de 1 ano a até 18 meses de operação principalmente na parte de custos, que é onde o empreendedor deveria ter um maior controle sobre. No Brasil, a projeção de receita nós temos clareza de que ela pode variar absurdamente.

Nós damos um peso importante ao processo de projeção identificando qual o racional utilizado pelo empreendedor, se é “*top down*” ou “*bottom up*”. Nesse racional, é preciso entender como o empreendedor vai estruturar sua empresa em termos de pessoas e estrutura para alcançar a participação de mercado almejada. É importante o empreendedor ter uma boa mecânica de projeção pautada em indicadores e que seja factível de ser alcançada.

Uma grande dificuldade que temos dentro das avaliações é que muitas das empresas não tem maturidade para fazer um orçamento. A mecânica é muito mais importante do que os números apresentados em si, pois isso evidencia como o empreendedor pensa”.

#### **4.8 Canais**

Pergunta: Como é realizado o processo de avaliação de canais de venda da *startup* investida?

Resposta: “Nós fazemos o entendimento dos canais parceiros da empresa a ser investida e realizamos uma análise de benchmark com outras empresas líderes de mercado para investigar potenciais melhorias e boas práticas da empresa investida. Hoje, para cada tipo de mecânica de venda, você vai ter um benchmark de excelência de mercado que pode ser utilizado como referência. Acreditamos que hoje no mundo nada se inventa e as melhores práticas existem para ser copiadas com alguns aumentos incrementais de performance. Por isso, se não há um estudo de benchmark do empreendedor, ele provavelmente estará deixando uma oportunidade de melhoria passar”.

#### **4.9 Parcerias**

Pergunta: Há algum estudo realizado em relação as empresas e stakeholders parceiros?

Resposta: “Utilizamos as forças de Porter para essa avaliação. Se a empresa está muito ancorada em um cliente ou a um fornecedor, isso potencialmente está errado pois aumenta o risco da empresa exponencialmente. Ao longo da cadeia avaliamos as exposições das *startups* aos clientes e fornecedores e se há um outro stakeholder relevante ou se há alguma regulamentação do governo que possa vir a interferir no negócio.

A máxima do VC aqui é que temos que conhecer todos os riscos que nós estamos incorrendo com o negócio e estarmos confortáveis com isso. Se não estamos confortáveis com alguma concentração excessiva de cliente, fornecedor ou até mesmo investidores nós tendemos

a tomar muito cuidado. Como exemplo há casos de um mau comportamento de investidor que pode até custar a operação de *startup* num eventual conflito de board”.

#### **4.10 Recursos**

Pergunta: O que é observado na gestão de recursos de uma *startup* para que seja feito um investimento?

Resposta: “O mais importante é ter claro se a *startup* tem controle financeiro maduro suficiente para justificar onde os recursos estão sendo empregados e porque estão sendo empregados daquela maneira. O cálculo de retorno sobre investimento sobre cada iniciativa e controle sobre processos que devem ser escaláveis são importantíssimos nesse quesito. Dessa forma, métricas são muito relevantes para ajudar na gestão da empresa e observar quais áreas da empresa precisa de mais ou menos atenção em dado momento. As métricas de eficiência e resultados de uma *startup* ajudam a identificar se a *startup* consegue controlar aquilo que dá resultado e evitar que eventuais falhas continuem a acontecer”.

#### **4.11 Termos de negociação**

Pergunta: O que é mais importante para você nos termos de negociação de investimento junto a uma *startup*?

Resposta: “Tem que ser algo justo para ambas as partes, pois nós buscamos uma relação de muitos anos com os empreendedores e se toda vez que formos ter uma discussão tivermos que levar o acordo de acionistas, potencialmente este não será o tipo de relacionamento que vamos querer ter e não será saudável.

A relação com nossas investidas é de muita confiança, se um dia precisarmos do acordo de acionistas ele estará lá de toda forma para casos extremos. Buscamos fazer as melhores práticas de mercado com governança saudável sem ter a necessidade de fazer um micro gerenciamento para barrar o desenvolvimento da empresa.

Um exemplo que temos é de mecanismos para barrar alto endividamento da empresa, custos fixos excessivos e mudanças abruptas de salário sem consentimento – tudo deve ser discutido e na nossa história nunca precisamos utilizar acordo de acionistas para tomar alguma decisão, pois tudo deve ser debatido com maturidade”.

#### 4.12 Riscos Contingenciais

Pergunta: Como são realizados os controles de riscos contingenciais?

Resposta: “Uma vez que decidimos o investimento em uma empresa, definimos os termos de negociação, o acordo de acionistas, *liquidation preference*, tag along, drag along, put option, mecanismo de funcionamento do board da empresa, e due diligencie legal e criminal para investigar a situação tanto da empresa como dos fundadores. Na parte de due dilligence contratamos uma empresa terceira para fazer esta avaliação.

Em relação aos fundadores, como o mercado brasileiro é relativamente pequeno e todo mundo se conhece, sempre há alguém que já tenha trabalhado com o fundador. Caso não conheçamos alguém em comum com o fundador, fazemos um *reference check* pedindo referências ao fundador de pessoas com quem já trabalharam no passado, além de utilizar linkedin para usar pessoas não referenciadas pelo fundador para avaliar o histórico do empreendedor e avaliar eventuais riscos”.

#### 4.13 Outros

Pergunta: Gostaria de adicionar algo não comentado neste estudo?

Resposta: “Dependendo do estágio da *startup* que está sendo avaliada para receber aporte, cerca de 80% da avaliação feita é mais qualitativa. Você tem sentimentos a respeito do empreendedor e do mercado, e não necessariamente fatos. Não há estatísticas que consigam comprovar que um investimento possa dar certo. Investir em *startups* é um pouco de arte, sentimento e de fé de que os riscos mapeados pelo fundo de VC não irão acontecer. Acredito que este trabalho é de pessoas e demora muito tempo para você refinar esta técnica e dizer que sabemos fazer o que estamos fazendo.

### 5 CONCLUSÃO

Apesar da abordagem utilizada no estudo deste caso ter sido baseada por literatura estrangeira com foco nas práticas realizadas nos Estados Unidos relatadas pelos autores citados no referencial teórico, foi possível observar ao longo da entrevista junto ao fundo de VC brasileiro Provence Capital que existem algumas semelhanças e diferenças da prática de avaliação de *startups* para a realização de investimentos.

Entre as diferenças das práticas realizadas pelo fundo brasileiro e o relatado no referencial teórico, é possível destacar os tópicos que abordam tamanho de mercado, clientes, tecnologia e parcerias.

Enquanto Berkery (2007) cita que para uma oportunidade de investimento ser considerada ela deve ter um potencial de mercado entre US\$ 200 Milhões a US\$ 300 Milhões a Provence Capital relata que o mais importante está no time fundador e sua capacidade de desenvolver o mercado não só com seu produto/serviço original como também com outros produtos/serviços adjacentes, citando exemplos de empresas como Gympass e Rock Content, por exemplo. A Provence Capital acredita que quando o empreendedor é bom, ele encontra formas de aumentar seu potencial de mercado.

Ao discorrer sobre o tema de clientes, a literatura diz que os investidores tendem a realizar a prática do cliente oculto, em busca do entendimento da força do relacionamento entre cliente e empresa. Por outro lado, na entrevista com o fundo brasileiro, é praticada uma abordagem formal aos clientes da empresa estudada com o objetivo de mesmo fim. A impressão é que o fundo brasileiro busca uma abordagem mais aprofundada com um grande número de clientes e ex-clientes buscando entender o relacionamento da *startup* a ser investida com seus clientes. Se de uma forma o fundo brasileiro não testa diretamente o poder de venda da *startup*, de outro parece dispendir mais tempo analisando diversos clientes da *startup* a ser investida.

A tecnologia é um tópico que chama atenção sobre a forma que é avaliada pela Provence capital e como ela é relatada na literatura internacional. A Provence capital acaba confiando sua análise de tecnologia aos próprios clientes da *startup*, de forma que os clientes são os melhores avaliadores da qualidade de desenvolvimento e capacidade de integração da *startup* com os seus negócios. Da mesma forma, a literatura internacional relata que os fundos de VC, principalmente dos Estados Unidos, recorrem a especialistas de mercado e consultores para fazer a avaliação das tecnologias empregadas pela *startup* de forma a assegurar a sua eficácia.

Por fim, o tópico de parcerias demonstra uma prática do fundo de VC brasileiro em identificar fatores de risco com base nas forças de Porter (Porter, 2005) – análise de clientes, fornecedores, competidores, bens substitutos e regulatório - enquanto que no referencial teórico pesquisado neste estudo relata uma preocupação maior com o relacionamento comercial da *startup* com parceiros-chave.

Portanto, o estudo de caso desenvolvido neste trabalho abre oportunidade para que estudos tanto qualitativos quanto quantitativos sejam realizados com fundos de VC brasileiros com objetivos de diagnosticar se as diferenças aqui relatadas são observadas também em outros



fundos, bem como entender se essas diferenças de alguma forma podem ter impacto positivo ou negativo nos resultados operacionais do fundo.

## 6 BIBLIOGRAFIA

Almeida, M., Francesconi, M., Fernandes, P. (2019). Manual para desenvolvimento de pesquisa profissional. São Paulo, SP: Atlas.

Berkery, D. (2007). Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur. Estados Unidos: McGraw-Hill Education.

Gladstone, D., Gladstone, L. (2002). Venture Capital Handbook. An entrepreneur's guide to raising venture capital Revised and updated edition. Estados Unidos: Financial Times Prentice Hall.

Letícia Toledo (2019, 11 de Dezembro). Copom reduz taxa básica de juros de 5% para 4,5% ao ano. G1 Economia. Recuperado de: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/12/11/copom-reduz-taxa-basica-de-juros-de-5percent-para-45percent-ao-ano.ghtml>.

Letícia Toledo (2019, 31 de Dezembro). Brasil é o terceiro país com maior número de novos unicórnios em 2019. Infomoney. Recuperado de: <https://www.infomoney.com.br/negocios/brasil-e-o-terceiro-pais-com-maior-numero-de-novos-unicornios-em-2019/>.

Metrick, A., Yasuda, Y. (2010). Venture Capital & the Finance of Innovation (2nd ed.). Estados Unidos: John Wiley & Sons Inc.

Porter, M. E. (2005). Estratégia competitiva. Brasil: Atlas.

Roberts e Bailey (1999). How Venture Capitalists Evaluate Potential Venture Opportunities. Harvard Business Review.

Zider (1998). How Venture Capital Works Harvard Business Review.

Abvcap e KPMG (2019). Consolidação de Dados Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (7a ed.). São Paulo, SP: Autor.