

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

PAMELA ALVES DA ROSA

**ESTÁGIOS DE INVESTIMENTOS E CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE STARTUPS:
A visão dos fundos de Venture Capital**

Porto Alegre - RS

2022

PAMELA ALVES DA ROSA

**ESTÁGIOS DE INVESTIMENTOS E CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE STARTUPS:
A visão dos fundos de Venture Capital**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Cristiano Machado Costa

Porto Alegre - RS

2022

R788e Rosa, Pamela Alves da.
Estágios de investimentos e critérios de seleção de startups : a visão dos fundos de venture capital / por Pamela Alves da Rosa. – 2022.
100 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2022.
“Orientador: Dr. Cristiano Machado Costa”.

1. Venture capital. 2. Avaliação. 3. Estágio. 4. Startup. 5. Investidor. 6. Empresas. I. Título.

CDU: 330.142.211:658.1

PAMELA ALVES DA ROSA

**ESTÁGIOS DE INVESTIMENTOS E CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE STARTUPS:
A visão dos fundos de Venture Capital**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Aprovado em 29 de junho de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Eduardo Zanoteli – Universidade Federal do Espírito Santo - UFES

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt – Universidade do Vale do Rio dos Sinos -UNISINOS

Prof. Dr. João Zani – Universidade do Vale do Rio dos Sinos -UNISINOS

Dedico essa dissertação a minha mãe, Iracema Alves da Rosa (in memoriam). Que sempre me incentivou a ir em busca das minhas metas e sonhos.

AGRADECIMENTOS

Após estes dois anos intensos de estudos, venho agradecer a todos que compartilharam deste sonho e desafio comigo.

Agradeço primeiramente a Deus, por me permitir tamanha conquista, força e perseverança para alcançar mais esta etapa da minha vida, o mestrado sempre fez parte de uma das metas da minha vida.

Agradeço ao meu esposo, Diego, por toda parceria e entendimento do quanto isso era importante para mim. Por me dar forças e ser meu apoio nos dias mais difíceis.

Agradeço a minha família, irmãs Bernadete e Sandra, por todo apoio e força nas minhas escolhas de sempre, pela nossa amizade e energia.

A meu pai, Vendelino, pelo apoio incondicional em minhas escolhas, sendo meu primeiro incentivador aos estudos e a carreira.

Aos meus sobrinhos, Bruna e Ben-hur, pelas nossas partilhas e fonte de inspiração.

Agradeço infinitamente ao meu orientador, Prof. Dr. Cristiano Machado Costa, meu guia, que compartilhou deste desafio em conjunto e me deu todo suporte e apoio necessários para chegar até este momento. Sendo de uma gentileza enorme e um conhecimento enriquecedor, obrigada por partilhar tanto comigo.

E por fim, agradeço aos meus colegas parceiros de turma do mestrado, Clarissa, Jéssica, Bandeira e Cassandra, por estarem sempre dispostos e serem meu amparo nesta etapa da minha vida, tornado meus dias mais leves e engraçados.

RESUMO

Este estudo busca compreender os critérios de seleção dos fundos na modalidade de *Venture Capital* no cenário brasileiro, de acordo com o estágio de investimento das *startups* e suas métricas de avaliação. Levando em consideração os setores que mais recebem investimentos pela modalidade de *Venture Capital* no Brasil e se há um padrão nas métricas de avaliação para o processo de seleção de investimentos das *startups*. A modalidade de investimento por *Venture Capital* movimentava milhões no mercado brasileiro, e tem crescido de forma constante, permanecendo sem uma legislação aplicável, em comparação com os países mais desenvolvidos, onde este mercado além de superaquecido, é supervisionado e já se possui padrões comportamentais. A partir dos dados coletados da *Crunchbase*, uma plataforma de investimentos, efetuou-se um roteiro de entrevistas semiestruturada, o qual foi tabelado e analisado, em conjunto com os dados da plataforma. Os sites das empresas também foram visitados a fim de corroborar com os dados e após todos foram codificados, para fins de explanação deste estudo. Ao final deste estudo, os resultados demonstram que o *seed* é o estágio do *early stage* que mais recebe investimentos, e que este é avaliado pelo método de avaliação de múltiplos, em comparação com empresas do mesmo setor, e que o time e o mercado são levados em consideração na avaliação das empresas. Quanto ao setor, a maioria não tem preferência, pois preferem diversificar suas carteiras de investimentos em diversos setores. Os achados deste estudo foram suportados pelas teorias de sua literatura presentes nesta pesquisa.

Palavras-chave: *Venture Capital*. Avaliação. Estágio. *Startup*. Investidor.

ABSTRACT

This study seeks to understand the selection criteria for selecting found in the Venture Capital modality in the Brazilian scenario, according to the investment stage of de startups and their evaluation metrics. Taking into account the sectors that most investment through the modality of Venture Capital in Brazil and whether there is a pattern in the evaluation metrics for the startup investment selection process. The Venture Capital investment modality moves millions in the Brazilian market, and has grown steadily remaining without applicable legislation, in comparison with the more developed countries, where this market, in addition to being overheated, is supervised and already has behavioral standards. Based on the data collected from Crunchbase, an investment platform, a semi-structured interview script was made, which was tabulated and analyzed, together with the platform's data. The companies' websites were also visited to corroborate with the data, and afterwards all of them were coded, for the purposes of this study's explanation. At the end of this study, the results show that seed is the early stage that receives the most investments, and that it is evaluated by the multiple evaluation method, compared to companies in the same sector, and that the team and the market are taken into consideration in the evaluation of the companies. As for the sector, most have no preference, as they prefer to diversify their investment portfolios across several sectors. The findings of this study were supported by its literature theories present in this research.

Keywords: Venture Capital. Valuation. Internship. Startup. Investor.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Os estágios do ciclo de vida do negócio	27
Figura 2 - Estrutura de <i>Venture Capital</i>	33
Figura 3 - Como funciona a estrutura de <i>Venture Capital</i> no Brasil	34
Figura 4 - Investimento por estágio	37
Figura 5 - Classificação do capital empreendedor	38
Figura 6 - Estágios de Investimento por <i>Venture Capital</i> no Brasil	39
Figura 7 - Ciclo de vida e o estágio de investimento por <i>Venture Capital</i>	42
Figura 8 - Evolução no volume e número de investimentos de fev/2011 a fev/2021.	43
Figura 9 - Modelos de <i>valuation</i> e seus respectivos métodos.....	47
Figura 10 - Seleção para amostra no site da <i>Crunchbase</i>	53
Figura 11 - Palavras e frases mais importantes na seleção para investimentos.....	71
Figura 12 - Critérios de Seleção para Investimentos por <i>Venture Capital</i>	76

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Critérios de classificação dos estágios de ciclo de vida.....	22
Quadro 2 - Características das fases do ciclo de vida organizacional de Miller e Friesen.....	23
Quadro 3 - Ciclos de vida organizacional para <i>startups</i>	30
Quadro 4 - Etapas da pesquisa.....	55
Quadro 5 - Documentos analisados.....	56
Quadro 6 - Análise ao início da codificação aos entrevistados.....	61
Quadro 7 - Análise de dados sites das empresas.....	63
Quadro 8 - Análise plataforma Crunchbase.....	66
Quadro 9 - Análise das plataformas e sites das empresas.....	68
Quadro 10 - Análise do bloco investimentos por Venture Capital.....	69
Quadro 11 - Critérios decisivos para não selecionar uma <i>startup</i>	77
Quadro 12 - Método de avaliação por estágio.....	81

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Representatividade de países investidos.....	64
Gráfico 2 – Setores de investimento	65
Gráfico 3 – Investimentos por estágio	74
Gráfico 4 – Triangulação de dados	86

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCASP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ANBIMBA	Associação Brasileira das entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
IDMC	Instituto de Desenvolvimento de Mercado de Capitais

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Contextualização do Tema e Problema	14
1.2 Objetivos	17
1.2.1 Objetivo Geral	17
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.3. Delimitação do Estudo	17
1.4 Justificativas	18
1.4.1 Justificativa Acadêmica	18
1.4.2 Justificativa Gerencial.....	19
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1 Ciclo de Vida Organizacional.....	21
2.1.1 Modelo de Miller e Friesen (1984).....	22
2.1.2 Modelos de Ciclo de Vida Organizacional para <i>Startups</i>	26
2.2 <i>Venture Capital</i>	31
2.2.1 A Estrutura do <i>Venture Capital</i> no Brasil.....	34
2.2.2 Estágios e Classificação de Rodadas de Investimentos	36
2.3 <i>Venture Capital</i> X Ciclo de Vida Organizacional.....	40
2.4 Processo de Avaliação das Empresas para o Investimento	43
2.4.1 Métodos de Avaliações Utilizadas para <i>Startups</i>	45
2.4.2 Método de Avaliação Fluxo de Caixa Descontado	47
2.4.3 Método de Avaliação Múltiplos de Mercado	48
2.4.4 Método de Avaliação Ativos Intangíveis	50
3 METODOLOGIA	52
3.1 População e Amostra	52
3.1.1 População	52
3.1.2 Amostra.....	54
3.2 Etapas da pesquisa	55
3.2.1 Análise Documental.....	56
3.2.2 Entrevistas.....	57
3.3 Procedimentos para coleta, tratamento e análise dos dados	58
3.3.1 Atividades Preliminares e Pré-teste	59
3.3.2 Tratamento e Análise de Dados das Plataformas e Sites das Empresas.....	59

3.3.3 Tratamento e Análise dos Dados das Entrevistas.....	60
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	63
4.1 Análise das Plataformas e Sites das Empresas	63
4.1.1 Análise do Ciclo de Vida Organizacional.....	67
4.1.2 Análise dos Investimentos por <i>Venture Capital</i>	69
4.1.3 Análise dos Métodos de Avaliação por Estágio.....	69
4.2 Análise das Entrevistas	70
4.2.1 Percepções Sobre Ciclo de Vida Organizacional.....	70
4.2.2 Percepções Sobre os Critérios de Seleção para Investimentos por <i>Venture Capital</i>	75
4.2.3 Percepções dos Métodos de Avaliação por Estágio	79
4.3 Triangulação dos Dados Coletados	84
4.3.1 Ciclo de Vida Organizacional com Dados Triangulados.....	84
4.3.2 Investimentos por <i>Venture Capital</i> com Dados Triangulados.....	84
4.3.3 Avaliação por Estágio com Dados Triangulados.....	85
5 DISCUSSÃO	87
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	89
6.1 Conclusões	89
6.2 Recomendações de Estudos Futuros	91
REFERÊNCIAS.....	93
APÊNDICE A – PROTOCOLO PARA ENTREVISTA SEMIESTRUTURADA.....	99

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo contempla a contextualização do tema, o problema de pesquisa, os objetivos, a justificativa e a delimitação do estudo.

1.1 Contextualização do Tema e Problema

Nos últimos trinta anos, o *Venture Capital* tem sido uma importante ferramenta para financiar projetos inovadores de empresas jovens, assim como Amazon, Apple, Facebook, Gilead Sciences, Google, Intel, Microsoft, Starbucks e Whole Foods, que impactaram tanto na economia dos Estados Unidos como globalmente. (GOMPERS, P. A. *et al.*, 2020). O Brasil em 2020 apresentou um recorde com quase US\$ 3,5 bilhões de investimentos em *Venture Capital*, volume muito superior ao do ano de 2019, consolidando ainda mais o mercado brasileiro. (DATAMINER, 2021). Com o propósito de melhor contribuir e atender as necessidades do mercado, nos últimos anos, surgiram um volume extenso de empresas jovens com processos fora do convencional, com muita tecnologia e com o intuito de encantar os clientes e o próprio mercado. Essas empresas com modelos de negócios que requerem grandes ajustes, com equipes em formação e com alto potencial de crescimento são o universo dos investimentos de *Venture Capital*. Segundo Censo Brasileiro de Private Equity e *Venture Capital*, realizado em 2011, são nos estágios *seed*, *early stage* e *later stage* que o modelo de organização e a gestão de investimentos de *Venture Capital* obtém a oportunidade de financiar um negócio com um futuro ainda incerto de rentabilidade. Diante deste cenário, para o crescimento da organização é de extrema importância saber em qual estágio de desenvolvimento a empresa se encontra e qual tipo de investimento é o ideal para o seu negócio, isso ajuda a identificar o método de aporte que melhor potencializa as chances de obter capital e recursos financeiros. (SEBRAE, 2015).

Perante este cenário, é perceptível para o empresário entender que a empresa cresceu e necessita de mais capital para expandir suas ideias, e quando isso ocorre há a procura por um fundo de investimento que geralmente é de *Venture Capital*, onde um gestor investe o dinheiro de terceiros na sua empresa, que em troca terá uma breve participação societária, que nesse momento não será o suficiente para assumir

ou ter necessariamente um cargo na instituição, mas que irá inserir propostas com intuito de desenvolver a organização. (ENDEAVOR, 2021).

O *Venture Capital* é a modalidade de financiamento de empresas em troca de participação societária que implica em responsabilidades conjuntas para fundos e empreendedores. Sendo o mecanismo mais adequado para estimular a capacidade das organizações em inovar ou possibilitar que empreendedores desenvolvam suas ideias e produtos, se tornando comercialmente viáveis. (NASCIMENTO; CHEROBIM; MENDONÇA, 2019). Trata-se da aplicação de recursos em *startups* que já tenham testado seus produtos e estão prontas para crescer, mas que necessitam de auxílio de fundos para dar continuidade no empreendimento, o que poderá gerar rendimentos futuros quando ele sair da participação desta instituição. Contudo o *Venture Capital*, também traduzido como capital empreendedor e capital de risco, é uma forma de captar investimento para empresas jovens e com alto potencial de crescimento, promovido por empresas gestoras que intermediam tais recursos. As empresas investidas são monitoradas e influenciadas por empresas que atuam como intermediários financeiros, efetuando o vínculo do investidor com a empresa emergente. (GOMPERS, P. A. *et al.*, 2020; GOMPERS, P.; LERNER, 2001; METRICK; YASUDA, 2011).

Os fundos de *Venture Capital* muitas vezes optam por investir em empresas com baixa rentabilidade, empresas imaturas e sem previsão de obter receitas, praticamente sem suporte para avaliação que em alguns casos são instituições financiadas desde o início do ciclo de vida até o fim, pois entende-se que o foco para investimentos na modalidade de *Venture Capital* é a escala ou o potencial para escala que organização poderá ter, em vez de lucratividade de curto prazo. No entanto, os *venture* capitalistas podem disseminar as empresas com potencial para rápida transmissão de crescimento, optando por investir em empresas as quais possuem maior chance de obter uma saída bem-sucedida e com melhor rentabilidade, e encerrando com aqueles que não tem interesse em alocar mais capital. Ou ainda se utilizam do tempo para julgar quais empresas terão sucesso em determinado estágio, e optam por nutrir ou investir durante determinado período. (PURI; ZARUTSKIE, 2012).

Os atuantes no financiamento no transcorrer do desenvolvimento de uma *startup*, poderão ser investidores anjo e capital semente como fontes mais recorrentes de instituições nos estágios iniciais, enquanto investidores experientes e os fundos de

capital de risco optam por estágios mais maduros, que ao optarem por aportar esses recursos, estes investidores podem influenciar diretamente nas decisões destas empresas iniciantes, podendo até mesmo alterar a visão inicial do empreendedor. (OVERALL; WISE, 2015).

E diante desse contexto conhecer os fatores que influenciam o sucesso de um novo negócio não é uma questão importante apenas para empreendedores que estão nesse processo, mas também para um crescente número de grandes corporações que financiam a criação de novos negócios para estimular a inovação, assim como políticas públicas que buscam o desenvolvimento econômico. Mas para isso é preciso que pesquisadores superem o tradicional foco em organizações maduras e direcionem maior atenção ao desenho do desenvolvimento dos novos negócios. (VAN DE VEN; HUDSON; SCHROEDER, 1984). As mudanças organizacionais que o negócio vivencia desde sua criação, constitui em fatos que contribuem para o desenvolvimento dos estudos organizacionais, ainda que as instituições que apresentam melhor desenvoltura com estruturas e processos mais estáveis, em maturidade, sejam mais amplamente investigadas em comparação dos negócios em fases iniciais. (VAN DE VEN; HUDSON; SCHROEDER, 1984).

Do mesmo modo, a busca pelo entendimento dos autores pela habilidade das organizações em evoluir nos seus estágios cíclicos, bem como sua conduta e direcionamentos para se conseguir evoluir para o próximo estágio, se tornando promissor diante de investidores e se tornando uma instituição com valorização no mercado respectivo, é o que buscam os fundos de *Venture Capital* ao avaliarem e selecionarem um negócio em determinado estágio para aportar investimentos. (KAZANJIAN, 1988; OVERALL; WISE, 2015; VAN DE VEN; HUDSON; SCHROEDER, 1984).

Sendo assim, em estudos futuros, dados de empresas de *Venture Capital* e avaliação de empresas podem ser obtidos para comparar os resultados da avaliação e os valores atuais das *startups*. (AKKAYA, 2020). Diante do exposto, propõe-se a seguinte pergunta de pesquisa: ***Quais os critérios adotados pelos fundos de Venture Capital ao selecionarem empresas em diferentes estágios de investimentos?***

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Este estudo tem como objetivo geral identificar quais os critérios e métodos de avaliação são levados em consideração para selecionarem as empresas investidas, de acordo com os fundos de *Venture Capital*, levando em consideração os estágios de ciclo de vida organizacional que as *startups* se encontram para este tipo de financiamento.

1.2.2 Objetivos Específicos

A fim contribuir para a compreensão do problema de pesquisa, bem como a alcançar o objetivo geral, é necessário expandir o entendimento com os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar e citar quais segmentos estão mais propensos a serem selecionados pelos fundos de *Venture Capital* ao avaliarem os negócios que irão investir.
- b) Identificar e analisar possíveis padrões de avaliação para seleção de investimento por *Venture Capital*.

1.3. Delimitação do Estudo

Este estudo visa realizar através da literatura já existente, maior compreensão e análise sobre a avaliação dos fundos de *Venture Capital* de acordo com o ciclo de vida organizacional, com a finalidade de efetuar um investimento que se tenha um retorno conforme o esperado.

O objetivo geral será alcançado através de análise aos dados coletados a partir da Crunchbase, utilizado como principal fontes para a coleta de dados, e plataformas de investimentos como Distrito e Lavca. Em conjunto com as entrevistas semiestruturadas, corroborando a triangulação de dados dos critérios utilizados pelos fundos de *Venture Capital* de acordo com o ciclo de vida organizacional no cenário brasileiro.

1.4 Justificativas

1.4.1 Justificativa Acadêmica

Esta pesquisa busca entender o como as startups são compreendidas pelos gestores de fundos de Venture Capital em relação aos estágios de investimentos, o que os torna atrativo nas startups em relação ao segmento de avaliação de investimentos por *Venture Capital* no Brasil a partir dos critérios, e por ser um setor de constante inovação e em ascensão. Releva-se cientificamente, pela expectativa que estas empresas geram mediante os fundos e no mercado que atuam, ao analisar possíveis estratégias de adequação destas instituições frente as necessidades do mercado, abrindo lacunas para possíveis pesquisas futuras.

Neste sentido, esta pesquisa busca progredir em relação ao constante crescimento no volume e números em investimentos por intermédio de *Venture Capital* no Brasil, sendo um potencial mercado em diversos estágios de crescimento, e como as *startups* brasileiras tiveram mais acessos a capital em 2020 do que em 2019, estando as *fintechs* liderando a captação de investimentos. (DATAMINER, 2021). Sendo assim, este estudo se torna relevante a partir da carência de dados verificáveis. (PASCHEN, 2017). Como financeiras, clientes e riscos, como uma fonte fidedigna para traçar decisões com informações que não refletem a realidade nacional. (COSTA, 2020).

Em formato mais amplo, observa-se uma lacuna de pesquisa sobre *Venture Capital*, observamos que a indústria global de *Venture Capital* é uma indústria relativamente jovem que ainda está sob as dores do crescimento e mudanças estruturais significativas. (DA RIN; HELLMANN; PURI, 2011). Sobretudo, o Brasil sendo um país com diversas dificuldades principalmente na economia e na política, este tema de pesquisa se torna extremamente atual e instigante, pois há muito a ser explorado para atender as demandas existentes e as que deverão surgir juntamente com as *startups*. Nesse sentido Hellmann, Puri e Rin (2011, p.100), menciona que “os pesquisadores precisam lembrar que estão perseguindo um alvo em movimento. Nós não esperamos que eles fiquem parados em um ambiente tão dinâmico”.

Além disso, o avanço da pesquisa como breve entendimento de como o ecossistema brasileiro de *startups* tem evoluído, recebendo o financiamento adequando ao estágio de desenvolvimento, agregando conhecimento científico e

demonstrando como os participantes estão contribuindo para o desenvolvimento desta indústria no país.

1.4.2 Justificativa Gerencial

As mudanças que todo mercado de investimentos, com toda sua evolução e tecnologia abriu espaço para novos cenários de mercado e empresas disruptivas, visto que as *fintechs* mantêm seu crescimento constante, pois em junho de 2019 havia 151 empresas, já em agosto de 2020 reúne 190 no Brasil, representando 26% de crescimento em representantes. (FINTECHLAB, 2020).

Por meio de desenvolvimentos de novos projetos e tecnologias, é complexo mensurar organismos que estão dando os primeiros passos nos mercados, no entanto essas empresas têm se tornado cada vez mais atrativa para os fundos que buscam agregar valor e obter retornos financeiros cada vez maiores. Os *venture* capitalistas são entidades que aproximam os fundos na teoria econômica, fornecendo uma razão para estudar eles, pois os investimentos por *Venture Capital* e *Private Equity* são muito semelhantes em diversos aspectos, como decisões de investimentos, avaliação, estrutura, negócios e operações com fundos e as relações com fundos e gestores é bastante semelhante em ambas as indústrias. Além disso, o sucesso das empresas apoiadas por *Venture Capital* é consistente com os gestores do fundo de *Venture Capital* que tomam ações eficazes gerando valor. (GOMPERS, P. *et al.*, 2016). O que os diferencia, é que o mercado de *Private Equity* é direcionado para empresas em estágio avançado de amadurecimento, pois se trata de fundos que buscam comprar o controle da empresa, já no *Venture Capital* temos fundos que buscam empresas em estágios iniciais para adquirir uma participação acionária, cuja especialidade é justamente transmitir a gestão profissional e melhores práticas a empresas que ainda estejam em fase de crescimento desorganizado. (IMMC, 2015).

Para os estudos futuros dados de capital de risco e empresas de avaliação podem ser obtidas para comparar os resultados da avaliação e os atuais valores das *startups*. (AKKAYA, 2020). Como o aumento das *startups* tem chamado a atenção de estudiosos com relação à adequação dos métodos tradicionais de análise de uma empresa, e com o crescente número de *startups* com uma visão de um novo modelo de negócios, uma técnica de *valuation* adequada é parte fundamental para que

possam se posicionar dentro do mercado e assim atrair fundos, parceiros e clientes. (SANTOS; JUNQUEIRA; SALUME, 2020).

Por exemplo, há evidências recentes de que sugere que o conhecimento do estágio de uma empresa em seu ciclo de vida melhora a função de previsão. (VORST; YOHN, 2018). Sendo assim é possível afirmar que existe uma correlação direta entre o estágio de desenvolvimento e o mercado, o valor da empresa de risco que é exibido no nível de lucratividade esperado. (KOTOVA, 2014).

E entendemos que os termos capital de risco e capital privado são geralmente usados para descrever a provisão de capital fluindo de operadores especializados para empresas não cotadas com alto crescimento e desenvolvimento potencial. Depois de analisar as características gerais das atividades de *Private Equity* e *Venture Capital* e diferentes métodos de intervenção dos fundos institucionais, é aconselhável focar nas fases através do qual o processo de investimento é estruturado. (VISCONTI, 2019).

Desta forma, é perceptível que o *Venture Capital* é uma fonte comum de financiamento para empresas iniciantes e de capital fechado. Ele é particularmente importante no financiamento de empreendimentos de alta tecnologia. Além de contribuir com a disseminação de uma tema tão importante para o financiamento, a inovação e o crescimento da economia no Brasil. (COSTA, 2020). Nos EUA, o financiamento de *Venture Capital* teve seu auge durante a bolha da Internet na virada do século. (ROSS et al., 2015). Já no Brasil as *fintechs* foram responsáveis por mais de 50% de todo investimento em 2020, devido a disrupção bancária e as instituições que receberam maior aporte foram as séries iniciais. Nesse mercado de *Venture Capital*, a modalidade de investimentos focada em *startups* que já provaram seu modelo de receita, e estão em expansão no Brasil, basta observar o número de empresas que se tornaram unicórnios (empresas avaliadas em um bilhão de dólares antes de abrir seu capital na bolsa de valores) no Brasil os últimos anos, se tornando um mercado com rápido desenvolvimento. (DATAMINER, 2020).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo será apresentado a fundamentação teórica que servirá como base para a pesquisa, que constituirá sobre: ciclo de vida organizacional, *Venture Capital*, *Venture Capital* x ciclo de vida organizacional e o processo de avaliação das empresas para o investimento.

2.1 Ciclo de Vida Organizacional

A forma como a empresa é gerenciada tem influência direta no desenvolvimento dos estágios de vida da instituição, apoiada pela sua desenvoltura e capacidade de configurar suas melhorias e refletir essas mudanças em complementar ou substituir os processos internos antiquados. (NECYK; FREZATTI, 2010). Essa habilidade é vista como a agilidade da entidade em evoluir no processo de desenvolvimento e conquistas do mercado, identificando seus estágios e táticas para melhor se desenvolver diante da sua atuação no seu ciclo organizacional. (SILVA; KRAKAUER; CODA, 2020).

Quando a identidade da instituição for elencada junto ao ciclo de vida da empresa compreendida, será possível desenvolver melhorias e estratégias para impulsionar o desenvolvimento da empresa, pois estágios evolutivos das empresas são distintos em sua estrutura organizacional e estratégica, que poderá ser diferente a cada etapa do ciclo. No primeiro estágio a criação da organização é colocado em prática as ideias para formar a instituição, nessa fase é utilizada o capital próprio dos sócios para financiar essa formação e os produtos que serão a chave para o negócio da empresa. No estágio II, a expansão, a empresa precisará superar seus limites e se reorganizar rapidamente para atender as necessidades que virão diante do crescimento. No estágio III, a consolidação, a entidade terá que formalizar seus processos, em busca de melhorias e processos internos, pois a informalidade que são características de *startups* em expansão, já não será funcional para empresa nessa etapa. A etapa do renascimento, estágio IV, será o momento de expansão novamente da instituição e o resultado do desempenho de todas as etapas anteriores desenvolvidas e compreendidas pela organização. (HANKS, 1990).

Ainda que muitos autores tenham pesquisado sobre o ciclo de vida organizacional com diversos enfoques e com variáveis diferentes que ocasionaram

muitas classificações. Neste estudo daremos ênfase ao modelo clássico de Miller e Friesen (1984) e em seguida os modelos para *startups*.

2.1.1 Modelo de Miller e Friesen (1984)

Miller e Friesen (1984), desenvolveram um modelo de classificação, que é possível prever as mudanças entre padrões ambientais e organizacionais, na estratégia, estrutura ou no estilo de decisão, em estágios de ciclo de vida distintos. Conforme é apresentado no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1 - Critérios de classificação dos estágios de ciclo de vida.

Fase	Critérios
Nascimento	- Empresa com menos de 10 anos, estrutura informal e é dominado pelo gerente-proprietário;
Crescimento	- Crescimento de vendas superior a 15%, organizado funcionalmente estrutura, formalização precoce das políticas;
Maturidade	- Crescimento de vendas inferior a 15%, organização mais burocrática;
Renovação	- Crescimento de vendas superior a 15%, diversificação de linhas de produtos e uso sofisticado de controles e sistemas de planejamento;
Declínio	A demanda por produtos se estabiliza, baixa taxa de inovação de produto e a lucratividade começa a cair.

Fonte: Miller e Friesen (1984, p. 1166).

O estudo de Miller e Friesen (1984), verificou em sua revisão bibliográfica inconsistências que assinalava apenas particularidades nos desenvolvimentos das organizações em estágios diversos. Após, desenvolveram e fundamentaram os cinco estágios sendo:

- 1) Nascimento: Nessa fase a empresa busca se tornar viável e suas características envolvem serem jovens, orientadas pelos proprietários e com uma estrutura basicamente informal.
- 2) Crescimento: A segunda fase, se refere ao momento que a empresa começa expandir suas vendas e serviços. Partindo de uma estrutura operacional e com início de algumas delegações e formalizações.
- 3) Maturidade: Esta fase é caracterizada pela consolidação das vendas, decréscimo do grau de inovação e burocratização da estrutura organizacional, metas homogêneas e eficientes.
- 4) Renascimento: É o momento de diversificar e expandir o escopo dos produtos e do mercado, as estruturas se dividem para trabalhar com

mercado mais heterogêneos. E se sobressaem os controles mais sofisticados e sistema de planejamento.

- 5) Declínio: A última fase tem como característica o mercado estagnado, baixa rentabilidade, causados por problemas externos e ausência de inovação. (MILLER; FRIESEN, 1980). Segundo o que constam no Quadro 2 a seguir:

Quadro 2 - Características das fases do ciclo de vida organizacional de Miller e Friesen.

ESTÁGIO	SITUAÇÃO	ORGANIZAÇÃO	INOVAÇÃO E ESTRATÉGIA
NASCIMENTO	<ul style="list-style-type: none"> - Empresa pequena; - Jovem; - Dominada pelo fundador; - Ambiente homogêneo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Estrutura informal; - Indiferenciada; - Poder altamente centralizado; - Métodos primitivos de processamento de informação e de tomada de decisão. 	<ul style="list-style-type: none"> - Inovação considerável nas linhas de produto; - Estratégia de nicho; - Assume riscos substanciais.
CRESCIMENTO	<ul style="list-style-type: none"> - Empresa com tamanho médio; - Mais velha; - Múltiplos acionistas; - Ambiente mais heterogêneo e competitivo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Alguma formalização da estrutura; - Base organizacional funcional; - Diferenciação moderada; - Algo menos centralizado; - Desenvolvimento inicial de processamento formal de informações e de métodos de tomada de decisão. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ampliação do escopo de produtos e mercados em áreas relacionadas; - Inovações incrementais nas linhas de produto; - Crescimento rápido.
MATURIDADE	<ul style="list-style-type: none"> - Empresa maior; - Continua velha; - Propriedade dispersa; - Ambiente ainda mais heterogêneo e competitivo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Estrutura formal e burocrática; - Base organizacional funcional; - Diferenciação moderada; - Centralização moderada; - Processamento de informações e tomada de decisão como na fase de crescimento. 	<ul style="list-style-type: none"> - Consolidação da estratégia de produtos e mercados; - Foco no suprimento de mercados bem definidos de forma eficiente; - Conservadorismo; - Crescimento menor.
RENASCIMENTO	<ul style="list-style-type: none"> - Muito grande; - Ambiente muito heterogêneo, competitivo e dinâmico. 	<ul style="list-style-type: none"> - Base organizacional divisional; - Alta diferenciação; - Controles, monitoramento, comunicação e processamento de informação sofisticados; análise mais formal na tomada de decisão. 	<ul style="list-style-type: none"> - Estratégia de diversificação de produtos e mercados, movimentação para alguns mercados não relacionados; - Alta propensão a riscos e planejamento; - Inovação substantiva; - Rápido crescimento.
DECLÍNIO	<ul style="list-style-type: none"> - Tamanho de mercado; - Ambiente homogêneo e competitivo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Estrutura formal e burocrática; - Base organizacional funcional em geral; - Diferenciação e centralização moderadas; - Sistemas de processamento de informação e métodos de tomada de decisão menos sofisticados. 	<ul style="list-style-type: none"> - Baixo nível de inovação; - Corte de preços; - Consolidação de produtos e mercados; - Liquidação de subsidiárias; - Aversão a risco e conservadorismo; - Crescimento lento.

Fonte: Miller e Friesen (1984, p. 1163).

Posteriormente os autores definem as hipóteses em decorrência das variações de situação, estilo de decisão e estratégia, no desenvolvimento do ciclo de vida das organizações.

As hipóteses são:

Situação: as empresas crescem durante as quatro primeiras fases, a tarefa administrativa se torna mais complexa, a influência dos clientes sobre as decisões irá aumentar enquanto a da diretoria e dos administradores diminuirá. O ambiente se tornará cada vez mais heterogêneo e hostil e mercados mais maduros e saturados levarão as empresas a aumentar sua gama de produtos ou serviços.

Estrutura: a complexidade da tarefa administrativa exigirá uma estrutura mais complexa, que se tornará cada vez mais sofisticada durante as quatro primeiras fases do ciclo de vida. Essa sofisticação ocorrerá em três categorias principais: (a) desenvolvimento de procedimentos de processamento da informação, como por exemplo, sistemas de informação sofisticados, controles formais, atividades de digitalização, procedimentos de planejamento e sistemas de comunicação; (b) é provável ser progressiva a descentralização de autoridade para decisões de rotina e estabelecimento de uma gestão mais participativa; e (c) os departamentos se tornarão mais diferenciados para lidar com a complexidade do ambiente. A sofisticação estrutural reduz na fase de declínio.

Estilo de tomada de decisão: o aumento da tarefa administrativa que se observa nos quatro primeiros estágios do ciclo de vida fará com que a tomada de decisão seja pautada sob mais de um ponto de vista. Isso implicará em mais esforço para integrar as decisões de diferentes áreas para garantir sua complementaridade ou pelo menos a compatibilidade. A literatura do ciclo de vida mostra a evolução das empresas entre estágios inovadores de nascimento, crescimento e renascimento e estágios mais conservadores como a maturidade e o declínio. Neste contexto espera-se encontrar diferenças entre os estágios na inovação, tomada de riscos, pro atividade, capacidade de adaptação e futuridade das decisões.

Estratégia: a tentativa de renovar a estratégia predominará durante as fases de nascimento, crescimento e renascimento. Assim, estratégias de inovação incremental no produto e/ou serviço, diversificação e integração vertical seriam mais comuns nas fases de nascimento, crescimento e renascimento do que nas fases de maturidade e declínio. Nestas últimas fases espera-se encontrar estratégias como a imitação, redução de preços, lobby e conluio como alternativa à inovação.

Com isso os estudos de Miller e Friesen (1984), identificaram períodos da história organizacional, classificando os em 5 fases, utilizando três ou quatro atributos utilizados a cada fase. Avaliaram estratégia, estrutura, situação e estilo de tomada de decisão predominante nas organizações em cada fase, com intuito de averiguar se as hipóteses eram válidas. O estudo efetuado pelos autores foi longitudinal em 36 corporações com no mínimo 20 anos de mercado. Teve como base, relatos históricos extraídos dos livros, relatórios anuais e artigos de revistas além, de as informações serem averiguadas através das respostas de questionários enviados a altos executivos das corporações, tanto os atuais quanto os antigos. Igualmente desenvolveram um método para classificar as organizações, de acordo com os relatos, nos diferentes estágios do ciclo de vida. As características encontradas nesta fase formam comparadas às hipóteses para verificar sua aceitação ou rejeição. Das 36 empresas que fizeram parte da amostra, foi possível identificar 161 fases do ciclo de vida, sendo 12 períodos de nascimento, 61 de crescimento, 45 de maturidade, 27 de renascimento e 16 de declínio. Os resultados mostraram ligação entre estratégia, estrutura, situação e estilo de tomada de decisão nos diferentes estágios do ciclo de vida, sendo que estes se tornaram mais complexos em resposta aos desafios surgidos conforme a organização progride em seu ciclo de vida. Desse modo, a maioria dos resultados concordou com as expectativas criadas.

Além disso constataram que não há uma ordem sequencial determinística irreversível de progressão via ciclo de vida, como era demonstrado na literatura existente. Dos resultados, é possível comprovar que 42% das empresas mudaram do declínio para o renascimento enquanto 25% mudaram do declínio para a maturidade. Além disso, o envelhecimento sozinho, não confere a mesma complexidade administrativa e ambiental e que, portanto, não é um fator determinante para a evolução.

O modelo de Miller e Friesen (1984) se destaca dentre os vários modelos existentes não só por sua profundidade conceitual, mas também pelos testes empíricos que foram realizados. O objetivo dos pesquisadores foi o de estabelecer uma tipologia que pudesse ser utilizada para prever diferenças entre características ambientais e organizacionais em distintos estágios de desenvolvimento. A justificativa reside na ausência de estudos longitudinais, que evidenciassem a sequência evolutiva entre os estágios do ciclo de vida. Os outros estudos realizados eram transversais, onde se identificava características estáticas de diferentes organizações em distintos

estágios de vida, no mesmo momento histórico. O tema central deste modelo é como a organização responde à crescente complexidade da tarefa administrativa à medida que progride em seu ciclo de vida. Seus resultados mostram que os desafios são respondidos através de soluções estruturais, de estilo de decisão e de estratégia crescentemente complexos. Os autores além de realizarem testes empíricos, também contribuíram para determinar que não existe uma sequência de desenvolvimento e que é possível as organizações retrocederem nos estágios do ciclo de vida.

Este modelo teve início, no objetivo de ampliar o entendimento de como a contabilidade gerencial se desenvolve ao longo do tempo, obtendo por base o modelo de estágios do ciclo de vida organizacional. (NECYK; FREZATTI, 2010).

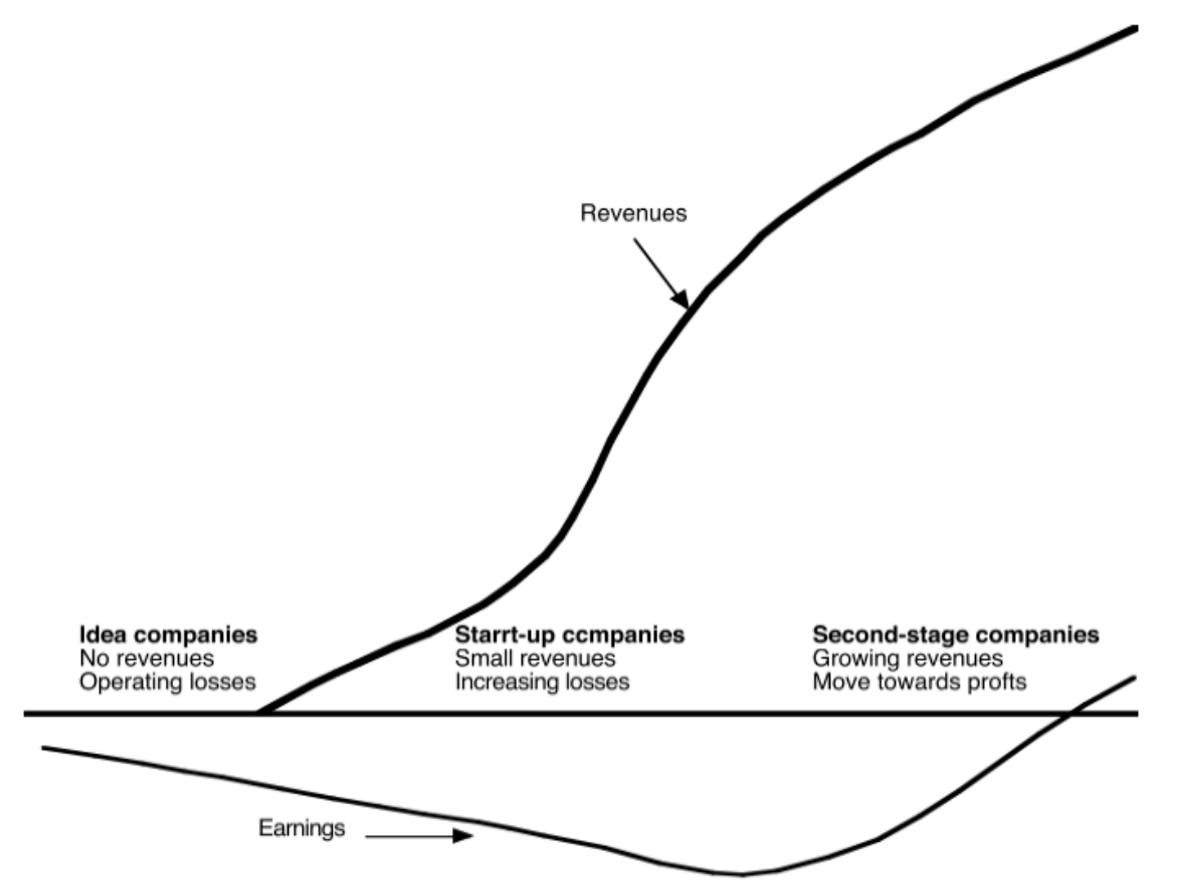
2.1.2 Modelos de Ciclo de Vida Organizacional para *Startups*

Startups são lembradas por serem empresas com muita tecnologia e inovação, que surgem a partir de um objetivo de transformar uma ideia em um negócio e que irá necessitar de recursos para que essa transformação ocorra. Sendo assim há pouca orientação sobre os diferentes estágios do ciclo de vida de uma startup e qual será a melhor opção para se obter recursos para o estágio adequado que a entidade se encontra. (PASCHEN, 2017). Nesse sentido, observa-se os modelos descritos na literatura acadêmica, que empregam a abordagem do ciclo de vida para *startups* ou citam suas características e desenvolvimento dessa essência.

Os estágios do ciclo de vida do negócio, reflete que toda empresa parte de uma ideia que alguém teve em determinado momento, inicialmente empresas de pequeno porte e até dois anos, podem ser consideradas empresas jovens. Essas empresas jovens tendem a ser propriedade privada ou financiada pelos fundadores e por capitalistas de risco, principalmente empresas dos setores de tecnologia e inovação. Estas empresas quando abrem capital oferecem um misto de ofertas e perigo para os investidores, que estão dispostos a lidar com as incertezas que acompanham o potencial de crescimento. (DAMODARAN, 2011).

Logo, observamos através da figura 1, os estágios dos ciclos de vida dos negócios, onde o autor explana, sobre as características das empresas jovens em seus dois primeiros anos de existência.

Figura 1 - Os estágios do ciclo de vida do negócio



Fonte: Damodaran, (2011).

Assim, as jovens empresas compartilham alguns atributos em comum, como: sem dados históricos, pequenas ou nenhuma receita (basicamente despesas estão associadas a estabelecer o negócio ao invés de gerar receita) essa combinação de perdas operacionais coloca em risco a empresa, pois cerca de 44% das empresas fundadas em 1998 sobreviveram pelo menos quatro anos, e apenas 31%, sobreviveram sete anos, os investimentos são líquidos, mesmo as empresas de capital aberto tendem a ter pequenas capitalizações de mercado e relativamente poucas ações negociadas. Embora esses critérios não apresentem um problema intransponível, a sua união pode gerar um problema para avaliar empresas assim. Não é atoa que os investidores desistem. (DAMODARAN, 2011).

Para o autor Galbraith (1982), é necessário acompanhar o momento evolutivo de uma empresa e entender sua história, crises e habilidades para se ter um entendimento do plano de negócios da empresa, sendo este o momento de transição da entidade, seriam as etapas de seu ciclo de crescimento a se manifestar, sendo através de uma ideia ou até mesmo uma mudança estratégica. Com isso entende-se

que à medida que essa ideia inicial toma forma, para ser desenvolvida ela passa por alguns testes, verificando a viabilidade, estratégias e demais setores que precisará averiguar para dar seguimento a ideia inicial que deverá se tornar um negócio. Logo, o surgimento da ideia de negócio como a evolução da entidade, depende da evolução dos ciclos, de acordo com os objetivos propostos da instituição que deverá ter destaque no seu desenvolvimento. (GALBRAITH, 1982).

Galbraith (1982), foi um dos primeiros autores a analisar as evoluções das empresas tecnológicas dentro dos seus ciclos de desenvolvimento, observando atividades, pessoas, estrutura, processos de decisão. Nesse sentido ressalta que as *startups* devem passar por vários estágios para a construção do negócio, sendo que um dos principais problemas, a falta de entendimento da gestão sobre o crescimento de seus negócios como uma sequência de estágios, como forma de orientação,

Galbraith (1982), desenvolveu um modelo para identificar os estágios de ciclo de vida organizacional das empresas de alta tecnologia, analisando as tarefas, estrutura, processo de tomada de decisão e sistemas de retorno financeiro da época, para que pudessem progredir. O modelo de Galbraith, foi pensado em empresas com muita tecnologia como *startups*, é chamado de modelo dos 5 estágios. Tendo como fatores limitantes, a restrição de capital, tecnologia e mercado. As duas primeiras etapas do ciclo, denominadas de prova inicial e protótipo, são caracterizadas pela naturalidade de uma equipe com poucas pessoas, normalmente multitarefas, que são atraídas por encorajar, inventar e inovar, diante do clima organizacional não burocrático e novas experiências. O segundo estágio, conhecido como modelo de venda, tem como objetivo principal desenvolver um bom que seja aprovado pelo mercado, e que diante dessa necessidade será necessário ter pessoas mais especializadas. Nessa etapa os processos ainda são informais o que gera muitas reuniões para tomada de decisão. (GALBRAITH, 1982).

Na sequência a terceira fase, a *startup* que possui volume de produção torna se em escala, e surge a demanda por novos profissionais especializados e a necessidade de uma demanda mais formal, para atender essa demanda se faz necessário a introdução de regras, implementação de sistemas e controles. (GALBRAITH, 1982). No estágio quatro, nomeado de crescimento natural, tem como foco a estabilização do crescimento, ser lucrativo diante de um mercado competitivo e com novos produtos, dando prosseguimento a última fase, denominado de manobra estratégica, onde a busca por conquista de mercado com um crescimento a longo

prazo, e redirecionando o foco para o planejamento e novas estratégias. Galbraith (1982), entende que muitos empreendimentos novos estão famintos por capital e suas histórias são aquelas do mercado financeiro devastador para concessão de apoio, e as narrativas de risco são histórias de empreendimento que passam por diferentes estágios de desenvolvimento da ideia ao negócio.

Paschen (2017), desenvolveu um modelo de ciclo de vida organizacional composto por três estágios, a fim de investigar e descrever os principais requisitos de recursos necessários ao desenvolvimento de uma startup e os tipos de financiamento de capital mais adequados para atender a esses requisitos. Assim dividido em *pré-startup*, *startup* e crescimento, o autor identifica e descreve como o suporte da literatura as principais características de cada estágio do modelo. Conforme segue:

Pré-startup: A fase que se inicia o ciclo de vida, o fundador tem uma ideia e explora a viabilidade de construir um negócio com base nesta ideia. Esforços de inicialização foco no desenvolvimento de uma oferta viável que resolva um problema significativo do cliente, bem como identificar o mercado alvo, parceiros, distribuidores. Nesta fase formativa, busca-se alcançar uma solução e criação de um plano de negócios viável de importância fundamental.

Startup: À medida que o empreendimento entra no estágio de inicialização, ele busca conseguir a viabilidade da ideia e a credibilidade de o modelo de negócios para entregar a oferta a um mercado alvo atraente. Os esforços agora se concentram em refinar a solução ou protótipo em um produto mínimo viável e avanço transformando o modelo de receita inicial em um negócio viável plano. As principais preocupações na fase de startup está a validar o produto. Fazer o produto ou o serviço de entrega de acordo com as necessidades dos clientes. E se são clientes em potencial de distribuição de parceiros dispostos a comprar o produto quando for pronto para oferta comercial.

Crescimento: Estágio de crescimento que normalmente começa quando a startup tornou-se uma entidade eficiente e lucrativa, se tornando financeiramente saudável e possui tamanho suficiente e penetração no mercado, e alcançou produto e validação de mercado. As atividades de inicialização se concentram na escala operações, processos e sistemas para, em um mínimo, permaneça lucrativo, mas de preferência para crescer e obter um retorno econômico acima da média nos recursos empregados.

Desta forma, o autor elucida qual seria o tipo de financiamento mais apropriado para as *startups* em cada etapa do ciclo de vida, ou seja, uma startup considerando seu estágio no ciclo de vida junto as suas necessidades de recursos em cada estágio, poderá identificar o melhor método de financiamento que servirá de apoio para chegar ao próximo estágio. (PASCHEN, 2017).

Logo, as evidências de que as informações do ciclo de vida são uma estrutura na qual a relevância do valor das informações contábeis (lucros e valores contábeis) e outras informações (conforme são representadas pelas previsões dos analistas) devem ser avaliadas. Em outras palavras, a relativa informatividade das informações contábeis versus as previsões, dependem do perfil econômico capturado pelo estágio do ciclo de vida da empresa. (DICKINSON; KASSA; SCHABERL, 2018).

E além da revisão dos modelos apresentados é possível ressaltar que os modelos tradicionais de ciclo de vida organizacional, já descritos e analisados são perceptíveis, pois é possível acompanhar ao crescimento de uma startup e todo o seu desenvolvimento para se tornar uma instituição consolidada, estruturada e formal à medida que afrontam determinando estágio, cada estágio motivado com sua complexidade institucional. No quadro 3 a seguir podemos observar os estágios apresentados por alguns autores:

Quadro 3 - Ciclos de vida organizacional para *startups*

Autores	Níveis de Estágio	ESTÁGIOS				
		1º	2º	3º	4º	5º
Galbraith (1982)	5 estágios	Protótipo	Modelo de venda	Startup	Crescimento Natural	Manobra estratégica
Van de Vem et Al. (1984)	5 estágios	Gestação	Planejamento	Contratação de Serviços	Propriedade de produtos	Multiproduto
Kazanjian (1988)	4 Estágios	Concepção	Desenvolvimento	Comercialização	Estabilidade de Crescimento	-
Overall e Wise (2015)	4 Estágios	Descoberta do Cliente	Validação pelo Cliente	Criação e Demanda	Construção da Empresa	-
Paschen (2017)	3 Estágios	Pré - startup		Startup	Crescimento	-

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Neste quadro é possível observar nos modelos descritos que corroboram esse formato de evolução institucional para as *startups*, juntamente de outros autores que igualmente validam em seus modelos, alguns com mais estágios que outros. É

possível comparar a proximidade dos estágios nos modelos criados pelos autores, o que causa a diferença entre a quantidade de estágios por modelo apresentado são as variáveis utilizadas nas pesquisas dos autores, que acaba por tornar alguns ciclos mais longos que outros.

2.2 *Venture Capital*

Venture Capital é o método de financiamento que geralmente está ligado ao ciclo de vida da empresa, pois as empresas iniciantes costumam ser financiadas por meio de *Venture Capital*. (ROSS *et al.*, 2015). O termo *Venture Capital* se refere a empresas que recebem o investimento nos seus primeiros estágios de vida do seu desenvolvimento, sendo uma alternativa de diversificação de investimentos que permite aumentar a lucratividade da carteira em prazos mais curtos, e que tem como característica contribuir para o crescimento de empresa inovadoras, em geral, que possam ter grande impacto na sociedade. (ANBIMA, 2013). O mercado de *Venture Capital*, possui modalidade focada em *startups* que já comprovaram suas receitas e estão em expansão no Brasil, o que comprova isso é o crescente volume de empresas unicórnio no Brasil nos últimos anos, pois o *Venture Capital* se trata de uma modalidade de investimento, que é uma porta de acesso para as empresas que ainda não possuem crédito via banco, e mesmo quando possuem este acesso, optam pela flexibilidade e o custo menor que a o *Venture Capital* proporciona. (DATAMINER, 2020).

Em sua estrutura, a indústria de *Venture Capital* é composta por quatro membros, sendo: as organizações gestoras, os fundos de investimentos, os fundos e as empresa que recebem o investimento. Logo, a participação de um investidor em um fundo de um investimento, ocorre por intermédio de “quotas”, sendo definido pela segmentação de mercado financeiro que incide em aporte temporário de capital de empresas, mediante a aquisição de participação societária, sendo três as atividades de *Venture Capital*: 1) busca e avaliação (*screening*) e investimento; 2) acompanhamento e agregação de valor (*adding value*) e monitoramento (*monitoring*) e 3) saída (*exit*). (ABVCAP, 2019). O potencial de seleção para a empresas que terão o aporte está relacionado ao estágio de desenvolvimento do projeto, como um indicador de risco para aquele segmento, além disso o tamanho da empresa também é considerado, pois alguns fundos, que só podem investir em instituições que estão

em determinado grau de desenvolvimento e que já tenha receita até determinado valor. (COELHO; SOUZA; BARBOSA, 2016).

No Brasil, o que predomina são as empresas gestoras de fundo de investimento que pode ser ligada a instituição financeira, a gestora terá uma equipe especializada em gestão de fundos, e que sua finalidade será avaliar os negócios e seus riscos envolvidos, prospectar e aportar recursos até o momento da saída da gestora do fundo de investimento que poderá ser de dez a quinze anos em média. Pois o mercado de *Venture Capital* tem por principal particularidade investir em instituições que estão em fases iniciais em suas atividades, que por envolverem maior risco, tem por potencial em rentabilidade, e que para os fundos, negócios atrativos são considerados aqueles que atendem uma necessidade específica do mercado, preenchendo lacunas e agregando valores baseados em inovação. (NAKAMURA; FORTE; AGUIAR, 2006). Neste caso, o tempo de vida médio de um fundo de investimento é dez anos, durante este período as empresas de capital de risco efetuam a seleção do portfólio, monitorando, orientando e fornecendo serviços que agreguem valor, e como última análise, sai das empresas distribuindo os retornos aos seus fundos. (DA RIN; HELLMANN; PURI, 2011).

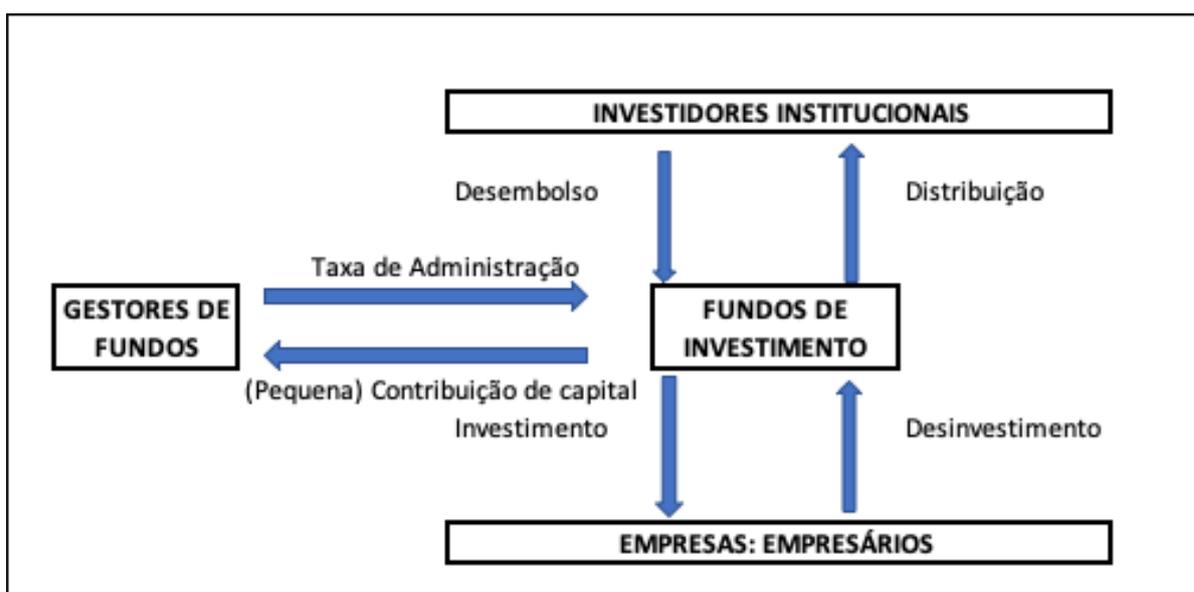
Há vários mecanismos de suporte que desempenham um papel significativo no ciclo de vida das *startups*, esses mecanismos de apoio incluem, investidores anjo, incubatórios, incubadoras, parques científicos e tecnológicos, aceleradores, pequenas empresas centros de desenvolvimento, capitais de risco, dentre outros. E a falta de acesso a esse tipo de mecanismos de apoio aumentam o risco de falha. (SALAMZADEH; KAWAMORITA KESIM, 2015). Se tratando de *Venture Capital*, que é bastante recomendado como um dos mecanismos de financiamento mais adequado para estimular a capacidade das organizações em inovar ou possibilitar que empreendedores desenvolvam suas ideias e produtos, tornando-os comercialmente viáveis. Sendo possível verificar que as empresas aportadas pelo fundo de *Venture Capital*, apresentam predisposição elevada para atuar tanto no eixo de desenvolvimento de novos produtos e/ou serviços, atuação em novos segmentos de mercado, busca de novos consumidores, entre outros, quanto na de melhoria de qualidade, redução de custos, automação das operações, satisfação dos clientes, entre outros. (NASCIMENTO; CHEROBIM; MENDONÇA, 2019).

Os capitalistas de risco, são vistos como intermediários que desempenham essa função, principalmente no racionamento de contextos de capital, onde o uso de

crédito bancário ou outros meios alternativos de financiamento é limitado, difícil ou excessivamente caro. O capitalista de risco deve sempre fazer uma comparação entre seu custo de captação de recursos financeiros (custo médio ponderado de capital, que coincide com o custo de capital próprio se o capital de risco não tiver recorreram à dívida) e ao retorno que os investimentos oferecem, em todos os casos em que o retorno esperado é inferior ao custo de capital, não será conveniente realizar o investimento. (VISCONTI, 2019).

Conforme a figura 2, podemos observar a estrutura do *Venture Capital*, de acordo com o modelo básico, cujo a indústria de *Venture Capital* é formada basicamente por quatro participantes principais: (i) investidores institucionais; (ii) fundos de investimentos; (iii) empresas gestoras dos recursos; e (iv) as empresas investidas. (DA RIN; HELLMANN; PURI, 2011).

Figura 2 - Estrutura de *Venture Capital*



Fonte: Adaptado de Rin, Hellmann e Puri (2011).

A figura 2 nos mostra o ecossistema da estrutura básica de *Venture Capital*, sendo que os investidores institucionais, investem nos fundos de investimento, e contratam empresas gestoras de fundo de investimento para gerir esse recurso e selecionar empresas para realizar investimento, após o encerramento do prazo instituído, ocorre o desinvestimento, sendo a saída então dessa participação societária. Nessa etapa se almeja o retorno dos recursos ao fundo de investimento

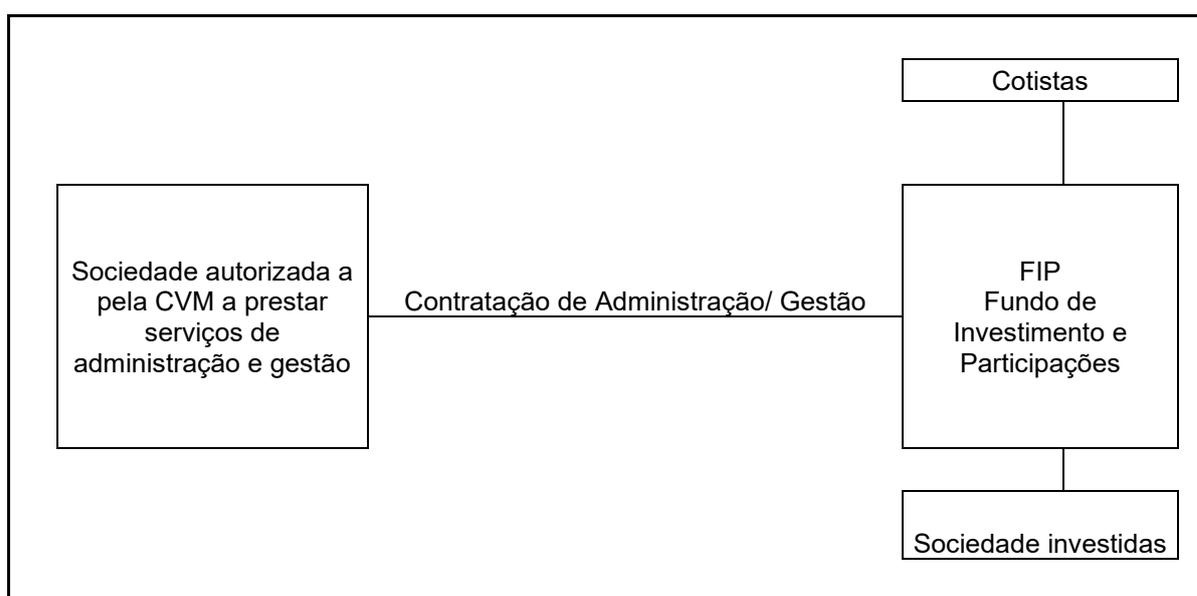
com alguma rentabilidade para então distribuir aos investidores institucionais. (DARIN; HELLMANN; PURI, 2011).

2.2.1 A Estrutura do *Venture Capital* no Brasil

A literatura sinaliza alguns fatores em relação a estrutura institucional, para o sucesso de capital de risco em outras localizações que contestam a adaptação dos métodos americanos utilizados em relação a realidade de outros países. (GOMPERS, P. A. *et al.*, 2020; GOMPERS, P.; LERNER, 2001). Já no Brasil, o mercado de *Venture Capital* está em desenvolvimento, por meio de programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela Financiadora de estudos e Projetos (Finep), estes possuem programas de incentivo para investidores diretos ou no auxílio para a capitalização de fundos em parceria com entidades privadas, pela ação de gestores e captação de recursos financeiros para as organizações, seja como meio de investimento, avaliando ou monitorando empresas investidas. Quanto a duração do fundo deverá levar em conta o tempo de maturação médio estimado para as empresas do portfólio, em função dos setores, da estratégia e estágio de desenvolvimento. (ABVCAP, 2019).

Na figura 3 conseguimos averiguar o processo da estrutura de *Venture Capital* no Brasil, conforme a seguir:

Figura 3 - Como funciona a estrutura de *Venture Capital* no Brasil



Fonte: Adaptado ABVCAP (2019).

De acordo com a figura 3, os investidores de um fundo de investimento no Brasil são titulares de quotas conforme demonstrado acima, que representam o seu Co-investimento em ativos pertencentes ao fundo de investimento, diferentemente do modelo americano, onde cada fundo é uma pessoa jurídica. (ABVCAP, 2019).

Sendo assim, podemos observar que a indústria de capital de risco tem quatro atores principais: empreendedores que precisam de financiamento; investidores que desejam altos retornos; banqueiros de investimento que precisam de empresas para vender; e os capitalistas de risco que ganham dinheiro por si próprios criando um mercado para os outros três. (ZIDER, 2000).

A estrutura de *Venture Capital* no Brasil tem muitos atuantes de acordo com a exigência legal de cada fundo, entretanto os estágios de investimentos, classificação e as regras que determinam para cada rodada de investimentos, parte de um método usual ditado pelo mercado. Na legislação a Lei 6.385/76 que regula o mercado de fundos que se remetem ao mercado de capitais no Brasil. Já a comissão de valores imobiliários, CVM¹ 578/16, posiciona em relação a constituição, funcionamento e a administração dos fundos de investimentos em participações. Com a observação que alguns segmentos estão mais regulados que outros, a Distrito ²(2020), constatou em janeiro de 2020, uma preferência por *startups* do segmento financeiro, as famosas *fintechs*, que chegavam a representar 15% dos investimentos dos sete principais investidores de *Venture Capital* no Brasil, que são: Astella Investimentos, Bossa Nova Investimentos, *Canary*, Crescer Investimentos, Confrapar, CRP – Companhia e Participações e CV Ventures. J

Em 2021, utilizando os critérios de tempo de atividade da casa, número de aportes realizados, valores de transações, *exits* de sucesso, quantidade de unicórnios no portfólio, *networking* dos gestores, alcance geográfico dos fundos, diversidade de indústrias investidas e capital sob gestão, quase seiscentos investidores diferentes aplicaram dinheiro em *startups* no Brasil, a maioria deles fundos de *Venture Capital*, neste contexto a Distrito elencou novamente os principais fundos de capital de risco em operação no Brasil, sendo: Bossanova Investimentos, Astella, *Monashees*, *Kaszek*, *Valor Capital Group*, *Redpoint Eventures*, *Canary*. (BATISTA, 2022).

¹ A CVM - Comissão de Valores Mobiliários foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil.

² A Distrito Dataminer é a maior plataforma de inovação independente de startups do Brasil, segundo a Startup Award em 2020. A Distrito possui cerca de 300 startups residentes com apoio de um programa digital para acelerar os negócios.

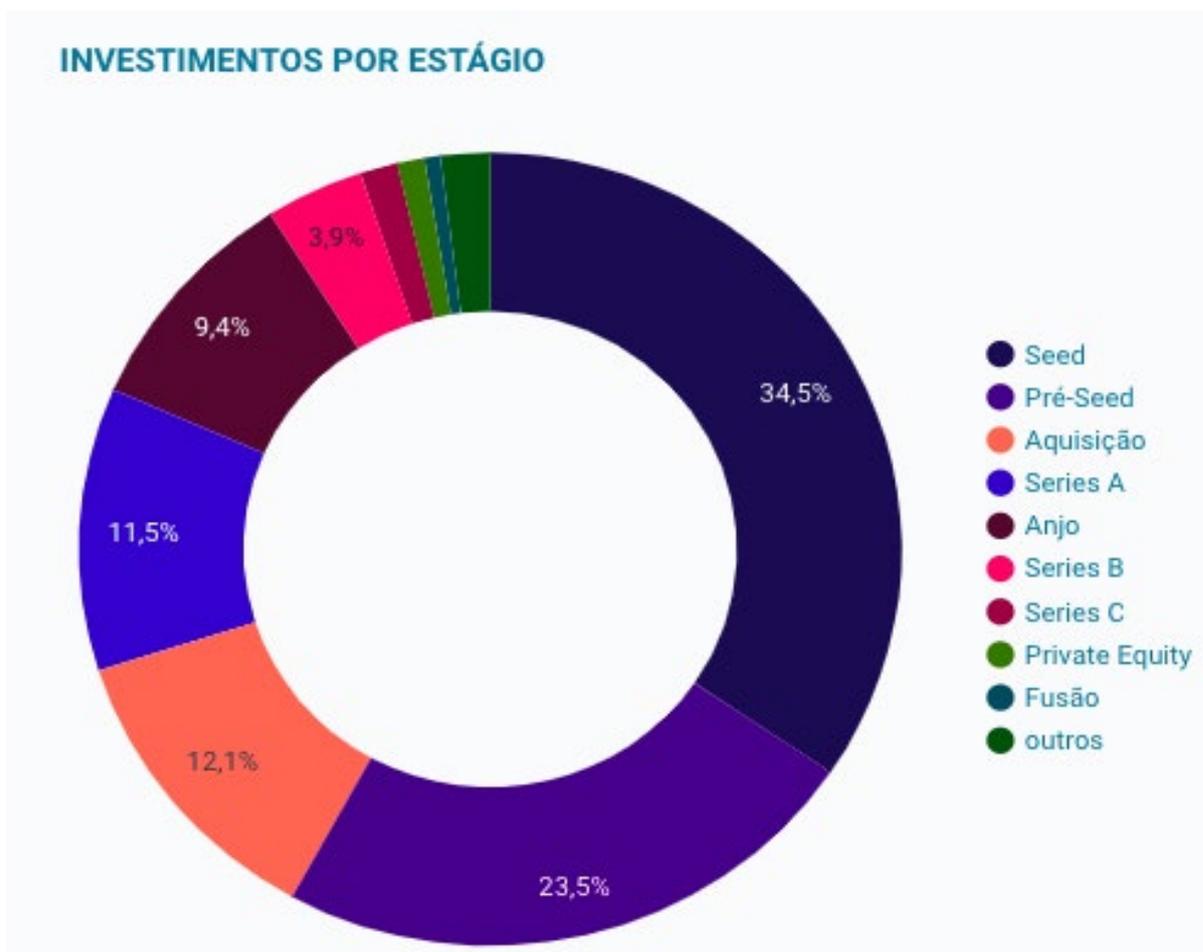
2.2.2 Estágios e Classificação de Rodadas de Investimentos

Os estágios de investimentos das *startups* são compreendidos entre o momento do primeiro aporte de recursos até o momento em que ocorre o desinvestimento na mesma, neste sentido de acordo com a Distrito (2018), nas rodadas de investimentos os fundos oferecem dinheiro em troca de participação acionária. Essas rodadas são divididas em séries e sua classificação acompanha os estágios das *startups*:

- 1) Investimento Anjo: é a primeira rodada de investimento de qualquer startup. É utilizada para testar uma ideia, montar uma equipe inicial e geralmente composta por pessoas físicas, no Brasil o volume de investimento pode ser até R\$ 700 mil.
- 2) Investimento semente (*Seed*): Um aporte para dar início ao trabalho, desenvolver e validar o negócio diante do mercado. Com intuito de verificar se há mercado para tal produto. Esse aporte poderá também ser útil para contratar uma equipe mais capacitada. Nesse estágio o aporte varia entre R\$ 700 mil a R\$ 2 milhões.
- 3) Series A: é o momento de fidelizar os clientes e criar novos produtos e serviços, conquistar diferentes mercados. E desenvolver negócios que gere lucro a longo prazo. Os aportes podem ir de R\$ 2 milhões a R\$ 20 milhões.
- 4) Series B: Nessa série os fundos propõem expandir o negócio, aprimorando processos, novas contratações e até adquirir novas empresas. Os valores investidos podem chegar às dezenas de milhões.
- 5) Series C: Esse investimento tem como objetivo principal acelerar a empresa em todos os aspectos. Os fundos injetam capital com intenção de receber mais do que o dobro da quantia de volta.

Na Figura 4, podemos observar que o estágio *Seed e Pré-Seed*, que teriam recebido mais investimentos em 2021, sendo o segmento de *fintech* que lidera o volume e número de investimentos de acordo com o estudo da Distrito (2021).

Figura 4 - Investimento por estágio



Fonte: Distrito (2021).

Para o Instituto de Desenvolvimento de Mercado de Capitais – IDMC³ (2015), o *Venture Capital* se divide em diversos tipos de investimento, que geralmente levam em consideração o ciclo de vida organizacional da empresa que receberá o investimento, observando a maturidade da empresa, risco do investimento e o valor de mercado.

Na Figura 5, podemos observar a descrição dos estágios de rodadas de investimentos e perfis das empresas que estariam mais propícias a receberem o aporte por tal modalidade. (IMMC, 2015).

³ O Instituto de Desenvolvimento do Mercado de Capitais – IDMC – é uma Associação sem fins lucrativos, que tem por Missão estimular uma maior inserção das empresas brasileiras no cenário global do Mercado de Capitais, através da educação e capacitação de seus respectivos executivos e acionistas, principalmente no que diz respeito à estrutura, processos, exigências, interesses e oportunidades relacionadas a esse mercado.

Figura 5 - Classificação do capital empreendedor

Estágio da empresa / Investimento	Perfil da Empresa
Estágio Inicial	
Seed capital ou capital semente	Empresas em fase pré-operacional. O investimento de pequeno porte é feito para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes iniciais de mercado ou registro de patentes (fase de pré-incubação, admitindo a primeira rodada de financiamento);
Startup	Empresas em fase de estruturação, em geral do primeiro ano ao segundo ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios, e realiza testes e prova de conceito do negócio. (primeira rodada de financiamento)
Desenvolvimento	
Venture Capital – Early Stage	Empresas que apresentam produtos ou serviços já testados comercialmente, usualmente, com até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$ 8 milhões (Segunda rodada de financiamento);
Venture Capital – Later Stage	Empresas que já atingiram a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que podem ser criados pela geração interna de veículos de investimento para ampliar a comercialização, melhoria de produto, aumento da capacidade produtiva, distribuição, etc. (Terceira e/ou quarta rodada de investimento)
Expansão	
Private Equity - Growth	Empresas já estabelecidas, com linhas de produtos e marca consolidada. O aporte é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em expansão da marca. A taxa de crescimento de vendas é usualmente superior a 25% a.a. neste estágio;
Private Equity - Later Stage	Empresas que já atingiram uma taxa de crescimento alta e estável, possuem fluxo de caixa expressivo, marca consolidada e que podem ser caracterizadas como plataforma de expansão, inclusive para aquisição de empresas do mesmo setor. O investidor busca, nesse caso, ganhos com escala ou ganhos decorrentes da organização da empresa do ponto de vista gerencial;
Distressed	Empresas que estão a caminho ou já se encontram no estado de dificuldade financeira, recuperação judicial, etc. O recurso é destinado à reestruturação financeira da empresa.

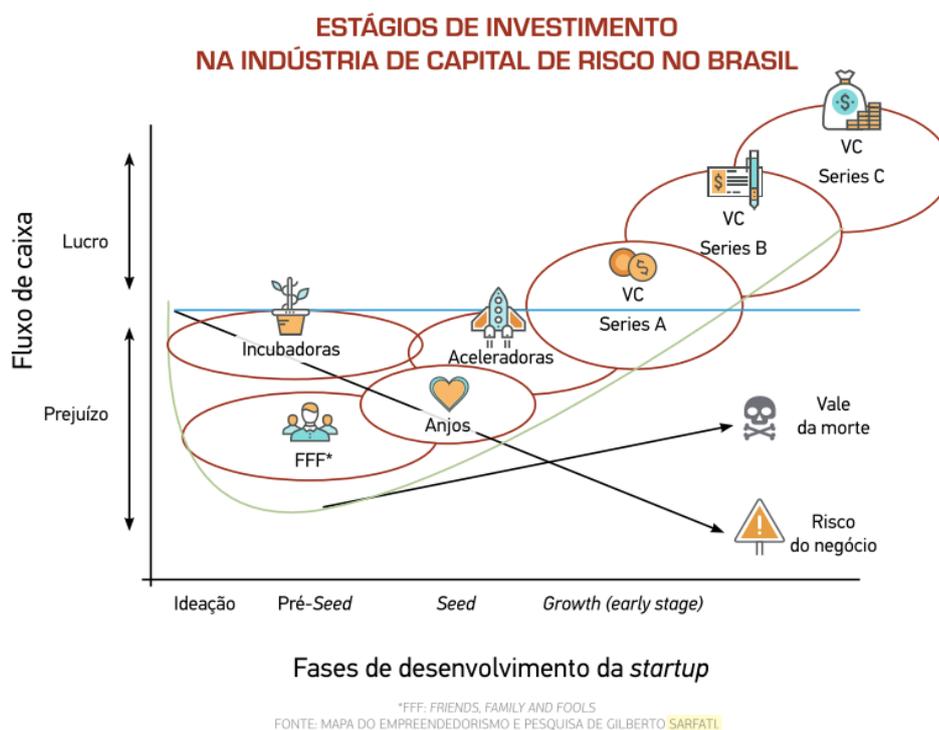
Fonte: Instituto de Desenvolvimento do Mercado de Capitais (2015, p. 4)

O investimento por *Venture Capital* está relacionado a empreendimentos em fase inicial, é além do capital, a gestão do fundo de *Venture Capital* poderá auxiliar a empresa agregando seu conhecimento nos setores que a empresa necessita, aumentando a credibilidade da instituição. (ABVCAP, 2018).

Portanto, os estágios de investimento relacionados à parte inicial da vida de uma *startup* são *Ideação*, *Pré-Seed*, *Seed* e *Growth*. À medida que a empresa evolui nos estágios de desenvolvimento, o grau de risco diminui, pois o negócio vai se provando economicamente viável. Há uma suspeita de que os estágios de investimento no Brasil não necessariamente correspondem aos países mais desenvolvidos. Nos Estados Unidos, por exemplo, investidores-anjo e aceleradoras aportam recursos em estágios muito iniciais do negócio, já a indústria dos fundos de *Venture Capital* geralmente investem em *startups* que estão no estágio de crescimento. (SARFATI, 2018).

Desta forma podemos observar de acordo com figura 6, que é no estágio de crescimento, onde a empresa tem potencial para escalar, que as empresas começam a obter maior lucratividade, ainda que no *early stage*, empresas com informações mais robustas, mesmo que em fase inicial já tenham validado parte do processo se tornam mais atrativas para a modalidade de investimento do *Venture Capital*.

Figura 6 - Estágios de Investimento por *Venture Capital* no Brasil



Fonte: Sarfati (2018).

Na figura 6 é possível acompanhar que os aportes de *Venture Capital* ocorrem na maioria das vezes na fase de crescimento da empresa, ou seja, as *startups* que já têm um produto ou serviço validado pelo respectivo mercado, e já estão há pelo menos há algum tempo no mercado, essas participam das rodadas de acordo com a série que melhor irá atender os termos contratuais e o capital que necessita. (PASCHEN, 2017; SARFATI, 2018).

2.3 *Venture Capital* X Ciclo de Vida Organizacional

Muitos estudos têm mostrado que o ciclo de vida de uma empresa pode determinar desempenho e decisões, dessa forma as empresas poderão colher as vantagens das decisões tomadas corretamente, desde que conheçam as características de suas fases. Ou seja, em cada etapa dos estágios do ciclo de vida as empresas mostram diferentes características, comportamento e estratégias que irão impactar sua eficiência de investimento e determinar o desempenho do mercado.

Para Habib e Hasan (2018), ao adentrar no mundo corporativo, o desempenho e consequências em diferentes estágios do ciclo de vida de uma empresa deve ser acompanhado, pois considera que o risco é maior nos estágios iniciais de introdução e no declínio do ciclo de vida organizacional, e menor nos estágios de maturidade e crescimento. O risco de investir na fase inicial do ciclo de vida de uma empresa, pode não ter um retorno como esperado devido à falta de consolidação do produto e da empresa em si no mercado, já com um nível crescente de diferenciação de produto, durante o estágio de crescimento, a lucratividade da empresa começa a aumentar e atinge o pico durante a fase madura. (DICKINSON, 2011). No entanto, no declínio o estágio em que as empresas investem excessivamente na tentativa de retornar à lucratividade, as empresas durante esta fase também atenderão a expectativa de todo o mercado. (HABIB; HASAN, 2018).

A essência da teoria do ciclo de vida sugere que as decisões de investimento, financiamento e desempenho operacional de uma empresa é muito influenciado pela mudança em suas capacidades organizacionais. (HABIB; HASAN, 2018). Entretanto Dickison (2011), afirma que o fluxo de caixa com suas operações, investimentos e financiamentos, fornecem um mapeamento do ciclo de vida organizacional no momento das demonstrações financeiras que auxiliam na classificação dos estágios do ciclo de vida institucional.

Desta forma, é importante levar em consideração que nem todos os tipos de financiamento coletivo são igualmente adequados para suportar os vários requisitos de recursos em diferentes estágios do ciclo de vida organizacional e quando escolhendo entre os diferentes tipos de financiamento coletivo, uma startup precisa considerar seu ciclo de vida para o estágio específico, junto com os benefícios pretendidos de financiamento coletivo como provisão de recursos e restrições em termos, isso irá auxiliar nas estratégias e decisões por busca de aporte para as empresas inovadoras. (PASCHEN, 2017).

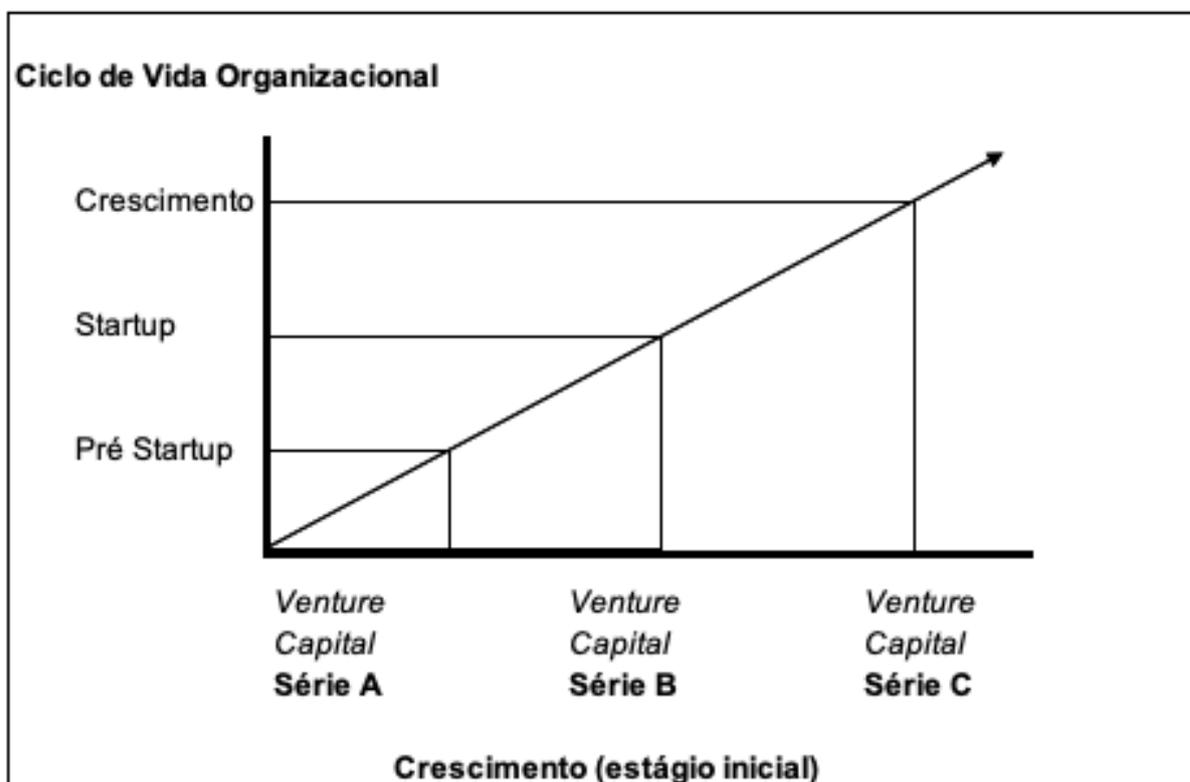
Contudo, o ciclo de vida da empresa tem um impacto valioso na gestão e nos negócios estratégicos, e portanto, os estágios do ciclo de vida são um fator determinante da competitividade organizacional (HABIB; HASAN, 2018). Sendo que os investidores e outros mercados participantes (por exemplo, analistas) também levam em conta as fases do ciclo de vida em precificação e estimativa de ativos que também relacionam o capital de risco, à dinâmica do ciclo de vida, e sugerem que os capitalistas de risco forneçam, não apenas acesso as finanças, mas também orientação estratégica e acesso à rede e outro apoio não financeiro, portanto o *Venture Capital* tem o potencial de influenciar a sobrevivência e o sucesso das empresas recém estabelecidas, e também pode afetar a transição de tais empresas para uma vida favorável nos estágios do ciclo no futuro.

Levando esta perspectiva em consideração, Puri e Zarutskie (2012), exploram se o financiamento de capital de risco explica a vida corporativa dinâmica do ciclo, o estudo documenta que o financiamento de *Venture Capital* não é particularmente instrumental na criação de novas empresas. É importante ressaltar que no financiamento por *Venture Capital*, as empresas crescem mais rápido, e as taxas de falha cumulativas financiadas são menores do que as firmas não financiadas por *Venture Capital*, indicando a importância do financiamento de *Venture Capital* para a sobrevivência e o sucesso das empresas. No entanto, seu estudo ignora amplamente se o aspecto financeiro e o suporte estratégico que o *Venture Capital* tem qualquer função de influenciar a transição através dos ciclos de vida da empresa. Com isso, um estudo futuro pode lançar luz sobre esta questão permanente, mostrando que as empresas de capital de risco tomam empresas empreendedoras e seus ciclos de vida em consideração nas decisões sobre distribuição, e a análise deles revela que a probabilidade de ser selecionado para receber investimentos de capital de risco é maior para empresas no estágio inicial de desenvolvimento e para empresas em o

último estágio de desenvolvimento. (DA RIN; HELLMANN; PURI, 2011; HABIB; HASAN, 2018; HABIB; MONZUR, 2021; PURI; ZARUTSKIE, 2012).

Desta forma, é possível observar que o estágio do ciclo de vida organizacional poderá estar relacionado diretamente com o estágio de investimento por VC, como podemos analisar a relação na figura 6:

Figura 7 - Ciclo de vida e o estágio de investimento por *Venture Capital*



Fonte: Criado pela autora (2021).

Na figura 7, podemos analisar que o ciclo de vida organizacional de uma startup está em constante evolução, como característica de uma startup. (VISCONTI, 2020a). E em conjunto, a fase para receber possíveis investimentos por fundos de *Venture Capital* também evolui de acordo com o tipo de aporte, que atende as necessidades da instituição e dos termos, desta forma a seleção das *startups* para receber investimentos dos fundos acompanham os estágios de acordo com as necessidades de avaliação. (PASCHEN, 2017).

2.4 Processo de Avaliação das Empresas para o Investimento

A realidade é que os fundos de *Venture Capital* investem em bons setores, ou seja, indústrias que são mais tolerantes em termos competitivos do que o mercado como todo. Eles evitam os estágios iniciais, quando as tecnologias são incertas e as necessidades do mercado são desconhecidas, e nos estágios posteriores, quando abalos competitivos e consolidações são inevitáveis e as taxas de crescimento diminuem drasticamente. Assim, o desafio crítico para o capitalista de risco é identificar uma gestão competente que pode executar, ou seja, fornecer a demanda crescente. Obtendo o tempo como foco, mais de 80% do dinheiro investido por capitalistas de risco vão para a fase adolescente da vida de uma empresa, neste período de crescimento acelerado, as finanças de ambos eventuais vencedores e perdedores são muito semelhantes. (DATAMINER, 2021).

Na Figura 8 conseguimos observar o crescente volume de investimentos por *Venture Capital* no Brasil de 2011 a 2021, sendo possível observar o quanto os últimos anos foram representativos para este setor e que trouxe empresas com novas ideias de tecnologia e negócio.

Figura 8 - Evolução no volume e número de investimentos de fev/2011 a fev/2021.



Fonte: Distrito Dataminer 2021.

Os fundos da modalidade de *Venture Capital*, colocam energia solicitando negócios, selecionando oportunidades, analisando planos de negócios, negociando investimentos, atuando como diretores e monitores, atuando como consultores,

efetuando gestão e recrutamento, sendo auxiliar em relacionamentos externos e saindo daquela operação. E assim como *Venture* capitalistas, os empreendedores precisam fazer suas próprias avaliações dos fundamentos da indústria, as habilidades e recursos necessários, e a probabilidade de sucesso em um período de tempo razoavelmente curto. Pois vários excelentes empreendedores ficam frustrados com o que consideram injusto no processo de negociação e posição patrimonial, eles não entendem o básico da economia do negócio de risco e a falta de recursos financeiros como alternativas disponíveis para eles, geralmente os *Venture* capitalistas estão na posição de poder, por ser a única fonte de capital e por ter a capacidade de influenciar a rede. Contudo, toda empresa passa por um ciclo de vida, cada estágio requer um conjunto diferente de habilidades de gestão, a pessoa que começa o negócio raramente é a pessoa que pode expandi-lo, e é a pessoa que raramente pode liderar uma empresa muito maior. (ZIDER, 2000).

Por efeito disso, é difícil medir e avaliar uma instituição recente, como faríamos com as demais empresas, não podemos apenas levar em consideração, sua comparabilidade com as demais concorrentes, ou a expectativa do quanto essa empresa pode ser rentável, pois a partir de uma oferta de negociação novos documentos são apresentados e devem ser analisados cautelosamente. (CHISHTI; BARBERIS, 2016). É difícil elencar os métodos de avaliação que melhor representariam essas empresas, visto que por se tratar de empresas muito recentes, necessitam de demonstrativos financeiros de pelos menos de 3 a 5 anos para avaliação, pois inicialmente as *fintechs* estão apenas se estruturando, e já apresentam valores muito significativos. (VISCONTI, 2020a). Para Damodaran (2001), as empresas jovens, com pouco ou quase nenhum histórico financeiro, e que muitas vezes possuem resultados negativos, são bem difíceis de se avaliar, mas não impossíveis. Assim como, é preciso levar em consideração que metodologias de *valuation* são aplicadas como estimativa e com premissas de crescimento e risco que influenciam o valor destes ativos. (PÓVOA, 2012). O que precisa sempre ser observado são as métricas de *valuation*, sempre deve se considerar o objetivo da avaliação; quem pede (destinatário), tipo de empresa devido a usabilidade, dentre outras informações, pois a avaliação é sempre uma estimativa, com algumas métricas de cálculo a qual se procura elucidar o mais próximo do justo, em comparação ao valor de mercado, e se tratando de *fintechs* e *startups*, empresas muito imaturas com

pouco histórico de atividade, essa estimativa ficam mais complexa devido a analogia que será feita para se aplicar os devidos cálculos de taxas e métricas. (PÓVOA, 2012).

Se referindo as empresas que não geram receita como as *startups*, é ainda mais difícil avaliar, pois a utilização de métodos de avaliação tradicionais e métodos específicos têm sido usados na avaliação inicial. Deste modo, os critérios mais importantes na avaliação das *startups* são os seguintes; forças de mercado no setor, oferta de moeda, equilíbrio da demanda no setor, o tamanho das vendas ou vendas no mesmo setor recentemente, o apetite e limite de risco do investidor. Portanto, eles geralmente precisam de financiamento. Uma das questões mais desafiadoras para um empresário é decidir sobre a avaliação da empresa, pois a avaliação de *startups* é complexa. Porque, essas empresas na maioria das vezes não geram renda. (AKKAYA, 2020).

2.4.1 Métodos de Avaliações Utilizadas para *Startups*

A fim de determinar quais dos métodos de avaliação são os mais adequados para avaliação objetiva de *startups* sem histórico operacional e lucros, sendo praticamente uma generalização do clássico e do novo nas abordagens metodológicas, pois os métodos de avaliação de negócios para empresas iniciantes, são determinadas as perspectivas de estudos futuros: busca dos métodos mais aceitáveis de estimativa de valor de empresas iniciantes, dependendo do estágio do ciclo de vida de uma empresa e o setor em que atua. Para avaliar uma *startup*, é necessário levar em consideração não a situação financeira atual do projeto, mas o seu estado futuro, considerando todos os riscos inerentes a este projeto. (SIVICKA, 2018). Contudo, na reflexão para conseguir os devidos recursos para o seu financiamento, a startup, normalmente, passa pelo processo de *valuation*, que mede o valor da empresa. E existem diversas maneiras para realizar esse procedimento, todavia as *startups* apresentam características bem distintas, por conseguinte, não é uma tarefa fácil para encontrar o modelo mais adequado. Normalmente, quando as *startups* conseguem agradar a um público, elas atingem um crescimento exponencial. E para suportar essa evolução, na maioria das vezes, a *startup* necessita de um significativo volume de recursos financeiros, os quais são geralmente aportados por fundos, portanto há uma importância de entender o estágio da *startup* e utilizar o

modelo de *valuation* mais adequado para cada fase. (SANTOS; JUNQUEIRA; SALUME, 2020).

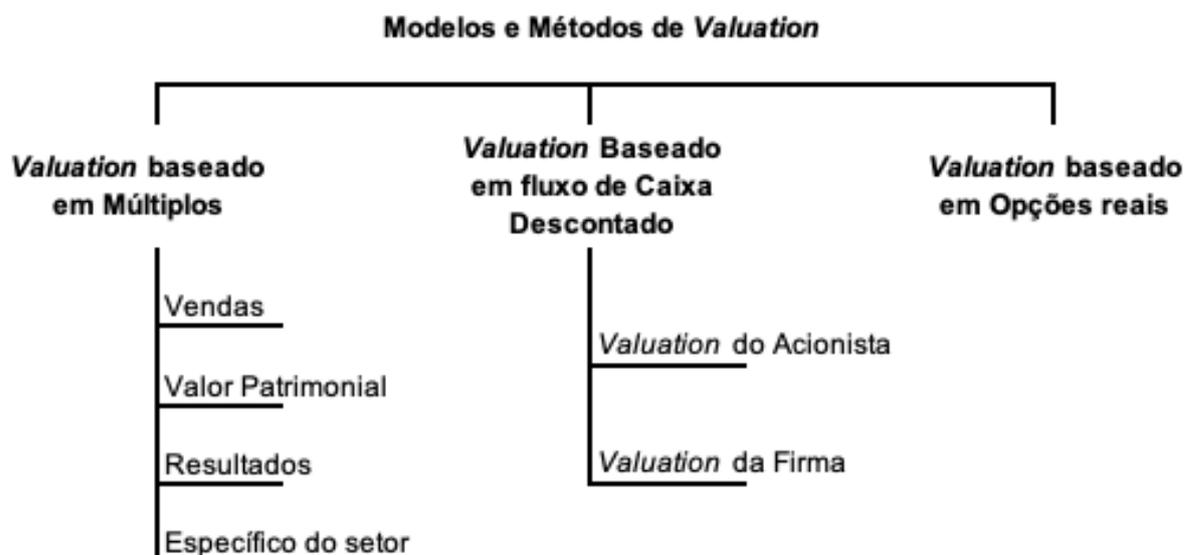
Todavia, a conscientização está crescendo em direção à ideia de que para avaliar melhor o valor da *startup*, é necessário considerar três aspectos: atenção às previsões futuras ao invés dos dados passados, usando probabilidade para considerar diferentes cenários e compreensão e atenção ao negócio de modelo específico de *startup* em vez de dados sobre empresas comparáveis no mercado, recentemente, nenhum dos métodos conhecidos integra esses três recursos harmoniosamente. (BOTELLO VELASCO; GONZÁLEZ-BUENO, 2020). Sendo assim, as peculiaridades de funcionamento das *startups* permitem normalizar a metodologia de avaliação e otimizar o processo de captação de recursos no negócio de capital de risco. (KOTOVA, 2014).

Desta forma, o investimento por *Venture Capital* oferece várias vantagens para as empresas alvo. Em primeiro lugar, as operadoras oferecem às empresas a oportunidade de explorar sua experiência na área financeira apoio às empresas visando a criação de valor ao longo do tempo. Isso significa que a empresa será capaz de utilizar o capital disponibilizado por um período relativamente longo, pelo menos o suficiente para realizar seus projetos (sejam eles estratégias, aquisições de empresas, desenvolvimento de novos produtos, empresas e organizações). O apoio do investidor institucional não se limita ao mero fornecimento de capital de risco, mas muitas vezes fornece à empresa seu conhecimento gerencial para a realização do projeto. O investidor institucional pode, de fato, tirar proveito de uma vasta experiência baseada em realidades empresariais diversificadas, e o conhecimento setorial amadureceu também para investimentos semelhantes e geralmente possui conhecimentos específicos para os quais a empresa pode recorrer. (MORO VISCONTI, 2019).

Quanto aos métodos utilizados para se avaliar negócios de riscos, são reconhecidos como os mais comuns: método de fluxo de caixa descontado, método de opções reais e o método de múltiplos de mercado. (KOTOVA, 2014). Já o valor de uma empresa é baseado em sua capacidade de gerar fluxos de caixa e a incerteza associada a esses fluxos de caixa. De um modo geral, empresas mais lucrativas foram avaliadas mais altamente do que os menos lucrativos. No caso de firmas de nova tecnologia, entretanto, essa proposição parece estar virada de cabeça para baixo. Pelo menos na superfície, empresas que perdem dinheiro parecem ser mais valorizadas do que empresas que ganham dinheiro. (DAMODARAN, 1999).

Na figura 9 a seguir, temos uma visão ampla dos modelos de *valuation*, possíveis e seus respectivos métodos em uma estrutura adaptada dos modelos de *valuation* baseados em Ativos, Múltiplos e FDC, conforme será abordado no decorrer do texto.

Figura 9 - Modelos de *valuation* e seus respectivos métodos.



Fonte: Adaptado de Damodaran (2012).

Para este estudo, vamos falar sobre o método de fluxo de caixa descontado, os métodos baseado em múltiplos e os métodos de avaliação para ativos intangíveis, por se tratar dos mais utilizados em empresas de séries iniciais e que possuem capital fechado.

2.4.2 Método de Avaliação Fluxo de Caixa Descontado

Na abordagem de avaliação intrínseca, partimos de uma proposição simples onde o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera que sejam gerados durante sua vida útil e pelo grau de incerteza aos associados. Quanto aos métodos de avaliação, estes partem de premissas que permitem projetar sobre a capacidade da empresa de gerar caixa, contudo é reconhecido como um dos métodos mais utilizados, com objetivo de projetar o fluxo de caixa futuro da empresa, após os devidos pagamentos, que procura estimar o valor da empresa e a capacidade de remunerar seus fundos. (DAMODARAN, 2012). Logo, identificar o momento em que a empresa se encontra em seu ciclo de vida, e dar seguimento com uma avaliação

intrínseca, utilizando o método de fluxo de caixa descontado, este muito utilizado das informações que constam nas demonstrações financeiras pré-existentes, levando em consideração o grau de incerteza que estas instituições possuem devido a carência de histórico e a expectativa de fluxos de caixa futuro. (DAMODARAN, 2007). Pois a estimativa que será utilizada na aplicação do fluxo de caixa descontado (FCD) será de cinco anos, e de acordo com as premissas de avaliação quanto maior o tempo de avaliação estimado, maior o risco de distorção principalmente se tratando de taxas de crescimento e de taxas de retorno a serem utilizadas.

Entretanto, com base nos dados coletados, os empreendedores ressaltaram que os aspectos mais analisados pelos fundos ao selecionarem uma *startup* para aportar recursos financeiros são bens intangíveis, tais como: equipe, tecnologia e mercado. Dessa forma, pode-se dizer que o método Fluxo de Caixa Descontado apresenta limitações para mensurar o valor das *startups*. (SANTOS; JUNQUEIRA; SALUME, 2020). Contudo, para avaliar os fluxos de caixa futuros de empresas para projetos de investimento, sendo a capitalização, o fluxo de caixa descontado é usado. Desta forma, a avaliação de negócios é objeto de negociações entre fundos e proprietários, quando as partes estão tentando chegar a um acordo sobre a participação no capital e taxa de retorno. Nessas condições, ao avaliar o futuro fluxos de caixa, custo final e viabilidade de *startups* é razoável usar o método de fluxo de caixa descontado, levando em consideração as especificidades do negócio de risco. (KOTOVA, 2014).

Na avaliação de fluxos de caixa descontados, o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa esperados no ativo, descontados de volta a uma taxa que reflete o risco desses fluxos de caixa. Essa abordagem é a mais admitida na academia e vem com as melhores credenciais teóricas. (SILVA; ROSA; RIBEIRO, 2021).

2.4.3 Método de Avaliação Múltiplos de Mercado

A ideia básica por trás do uso de múltiplos para avaliação é que ativos semelhantes devem vender por preços semelhantes, sejam eles casas ou ações. No caso de uma ação, a referência típica é alguma medida de lucro, mais popularmente, o múltiplo preço / lucro (P/ E), que é simplesmente o valor da empresa dividido por seus ganhos. Os múltiplos podem ser usados para avaliar empresas não

comercializadas ou divisões de empresas negociadas e ver como uma empresa listada é avaliada em relação aos seus pares. Empresas do mesmo setor e com desempenho semelhante deve negociar no mesmo múltiplo. (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2010).

Na avaliação relativa, estima-se o valor do ativo com base nos preços de mercado de ativos semelhantes. Assim ao determinar quanto pagar por uma casa, verifica-se por quanto são vendidas casas semelhantes no bairro, geralmente é feito a comparação com seu “grupo de pares”, ou seja, neste modelo de avaliação por múltiplos, é mensurado o valor da empresa a partir de parâmetros comparativos de empresas similares, no caso de startups a dificuldade seria encontrar empresas com os mesmos parâmetros para fazer tal comparação. (DAMODARAN, 1999, 2011, 2012a; DAMODARAN; STERN, 2009).

Conseqüentemente, o método de avaliação por uso de múltiplos consiste em selecionar as medidas de valor relevante (direcionadores de valor), identificar um grupo de empresas comparáveis (grupo de pares), com valores de mercado dos componentes do grupo, é possível calcular o múltiplo destas empresas. Agregar estes múltiplos através do cálculo de um múltiplo único sintético para o grupo de pares. E por último, multiplicar o valor do múltiplo sintético pelo direcionador da empresa que está sendo avaliada, encontrando por fim o valor desta empresa. Lembrando que a avaliação por múltiplo consiste em considerar potenciais ganhos que determinado ativo poderá gerar, examinando o valor da empresa através de um múltiplo da receita operacional, lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA). (SILVA; ROSA; RIBEIRO, 2021).

Contudo, os autores observaram que cerca de 90% das avaliações de participações acionárias e 50% das avaliações de aquisição utilizam métodos relacionados a múltiplos ou comparação entre empresas que são métricas relativas de valor de empresa. Reforçando o conceito e utilidade, uma vez que o mercado financeiro aplica métodos para aferição de valor da empresa. (DAMODARAN, 2002, 2011).

Os principais para avaliação de múltiplos utilizados por analistas são: P/L (preço/lucros), que é o múltiplo mais empregado no Brasil, onde o objetivo deste indicador é medir o prazo que o investidor terá o retorno do seu investimento. O P/PL (preço/patrimônio líquido), na qual o objetivo desse indicador é ver quanto o mercado está pagando sobre o patrimônio líquido da empresa. O VP/A (valor patrimonial/ nº

total de ações), esse múltiplo mostra o real valor da empresa ao dividir seu patrimônio pelo número de ações da companhia. Advertindo-se que os múltiplos são ferramentas simples de avaliação usadas em conjunto com outras metodologias de avaliação. (ALVES *et al.*, 2020).

2.4.4 Método de Avaliação Ativos Intangíveis

O valor de uma empresa está diretamente vinculado a sua capacidade de gerar fluxo de caixa, e na incerteza associada a estes fluxos de caixa. De um modo geral as empresas mais lucrativas foram mais valorizadas do que as menos lucrativas. No caso de empresas de tecnologia, porém, essa proposição parece estar invertida, pois as empresas com menor receita são mais bem avaliadas, do que as que geram receita. Nisso há uma diferença significativa, visto que empresas de tecnologia não fazem investimentos em terrenos, edifícios ou outros ativos fixos e parecem derivar a maior parte de seu valor de ativos intangíveis. (DAMODARAN, 1999. p.11) .

Além disso, a subjetividade de avaliação de pode resultar em informações assimétricas, se tratando de ativos intangíveis, pois nas escolhas contábeis podem motivar a escolhas enviesadas, pelo fato das restrições normativas não permitirem a contabilização de todos os ativos intangíveis. (CAVALCANTI, 2022).

Desta forma, a avaliação de ativos intangíveis requer a consideração a três abordagens de avaliação geralmente aceitas: as abordagens de custo, mercado e renda. Dentro dessas aplicações, no entanto, existem subconjuntos específicos para a avaliação de ativos intangíveis. Lembrando que o valor de um ativo intangível pode ser calculado por mais de um método. E indicações de valor que podem ser corroboradas por mais de um método aumentam a razoabilidade da conclusão de valor. (ANASTASIO, 2020). Assim, para avaliar ativos intangíveis a abordagem de renda é mais comumente usada, de acordo com Anastasio (2020), portanto, daremos ênfase a essa abordagem nesse estudo.

As abordagens baseadas em renda são frequentemente usadas para avaliar ativos intangíveis. Se tratando de uma técnica de renda é a mais bem usada quando o ativo intangível é gerador de renda ou gera fluxo de caixa. Dentre os métodos mais utilizados estão: *Relief from Royalties*, *With and Without*, *Grrenfied* e *Multi-period Excess Earnigs* .

Conforme será elucidado a seguir:

O método *Relief from Royalties* quantifica o valor de um ativo estimando pagamentos hipotéticos de royalties pelo uso de um ativo.

O método *With and Without*, quantifica o valor de um ativo comparando dois cenários. Em um cenário, o valor presente dos fluxos de caixa para uma empresa comercial assumindo a propriedade do ativo em questão que é quantificado. E no segundo cenário, o valor presente hipotético dos fluxos de caixa para o negócio assumindo que o ativo em questão não existe (no início).

O método *Greenfield*, estima o valor do ativo com base nos fluxos de caixa descontados de um negócio inicial fictício. A suposição principal é que o ativo em questão é o único ativo possuído no início.

O método *Multi-period Excess Earnings* (MPEEM), isola a parte do fluxo de caixa que pode ser diretamente associada ao ativo em questão. Isso é feito deduzindo “despesas” de parcelas do fluxo de caixa que podem ser atribuídas a outros ativos.

Contudo, o ativo intangível é mensurado pelo benefício econômico de gerar caixa, o seu estado, natureza, dentre outros fatores é o que auxilia para a tomada de decisão quanto aos métodos de avaliação, ressaltando que pode ser aplicado mais de um método de avaliação para sustentar a razoabilidade, se tratando de empresas jovens que basicamente a maior representatividade do balanço patrimonial vai estar presente nos ativos intangíveis. (ANASTASIO, 2020; DAMODARAN, 1999 VISCONTI, 2020).

3 METODOLOGIA

A fim de compreender quais os critérios utilizados pelos fundos da modalidade de *Venture Capital*, utilizam para selecionar e avaliar para análise de investimento as empresas no mercado financeiro brasileiro, mediante o estágio de ciclo de vida organizacional, definiu-se um estudo de abordagem qualitativa, que permita ao pesquisador conhecer e interagir com o campo de estudo, desta forma esta seção é destinada aos procedimentos metodológicos utilizados no estudo, ao que se refere a população e amostra, coleta de dados, entrevistas e tratamento da análise dos dados.

3.1 População e Amostra

3.1.1 População

A população abrangida nesta pesquisa foram os 40 fundos de investimentos por *Venture Capital* no Brasil, que obtiveram maior volume de empresas investidas de setembro de 2021 até fevereiro de 2022, os dados foram extraídos da plataforma *Crunchbase* através do site: <https://www.crunchbase.com> em 2 de setembro de 2021, de acordo com os filtros aplicados para montar a base para amostra, seguimos as seguintes etapas:

1º) Após a devida inscrição na plataforma da *Crunchbase*, conforme o endereço do website informado anteriormente, selecionamos a aba investidores, pois para o suporte deste estudo, precisamos buscar a lista de fundos no Brasil de acordo com a plataforma.

2º) Em seguida, ao lado esquerdo em "*Headquarters Location*", digitamos a localização de onde queremos buscar estes fundos, escrevemos "*Brazil South América*".

3º) Com as etapas anteriores já definidas, ao lado esquerdo da página, selecionamos o *Type*, nessa etapa selecionamos *Venture Capital*, *Micro Venture Capital* e *Corporate Venture Capital*, a fim de obter todas as informações relacionadas a fundos por *Venture Capital* no Brasil. (CRUNCHBASE, 2021).

Conforme é apresentado na figura 10 a seguir:

Figura 10 - Seleção para amostra no site da *Crunchbase*

The screenshot shows the Crunchbase search interface for investors. The 'Investors' tab is selected and highlighted with a red box. The search filters on the left show 'Headquarters Location' set to 'Brazil' and 'Type' set to 'Venture Capital'. The main table displays a list of investors with columns for Organization/Person, Number of Investments, Number of Exits, Description, Regions, and Full Description. The first 12 rows are visible, showing various investment firms like Bossa Nova Investimentos, Monashees, Kaszek, Canary, Redpoint Ventures, GE32 Capital, Crescera Investimentos, KPTL, DOMO Invest, Mindset Ventures, Igah Ventures, and Darwin Startups.

Organization/Person	Number of Investments	Number of Exits	Description	Regions	Full Description
1. Bossa Nova Inve...	235	14	Bossa nova investimentos is a brazilian Micro-VC focused on ...	Latin America	BossaNova i Brazilian Mic
2. monashees	186	23	Monashees is a venture capital firm that invests in ...	Latin America	Monashees i venture capit
3. Kaszek	165	15	Kaszek is a venture capital firm that invests in technology- ...	Latin America	Kaszek is a v that invests i
4. Canary	123	9	Canary is a VC firm that provides the first venture capital...	Latin America	Canary back seeking to tr
5. Redpoint eventur...	94	6	Redpoint ventures is a venture capital firm that supports ...	Latin America	Redpoint eve is to help ent
6. GE32 Capital	67	6	Early stage investment group with portfolio in US, Brazil, ...	Latin America	-
7. Crescera Investi...	66	11	Crescera Investimentos is an alternative asset management ...	Latin America	Crescera Inv alternative a
8. KPTL	65	2	KPTL operates as a venture capital firm.	Latin America	KPTL is the r between AS1
9. DOMO Invest	64	1	DOMO Invest is a leading venture capital firm in Brazil that...	Latin America	DOMO Inves venture capit
10. Mindset Ventures	60	5	Mindset Ventures is an early-stage VC firm that supports ...	Latin America	Mindset Ven stage VC firm
11. Igah, Ventures.	52	6	Venture capital firm focused on Seed, Series A and Series B ...	Latin America	Igah Venture venture capit
12. Darwin Startups	51	3	Darwin Startups is a complete ecosystem for entrepreneurs ...	Latin America	Darwin ecos

Fonte: Website *Crunchbase* (2021).

Com isso temos uma base com 206 fundos, no entanto averiguamos que o que define o *type* na *Crunchbase* são basicamente os investimentos que estas empresas efetuam. E se tratando de Micro VC, investimentos em fases iniciais que ocorrem antes de uma rodada de investimentos de fato (fases como investimento familiar ou por investidor anjo por exemplo), optamos por não incluir na nossa amostra. No mesmo sentido o *type Corporate Venture Capital*, se refere a grandes corporações que criam um fundo corporativo de capital de risco para investir em inovação, estes são basicamente grandes instituições que já estão consolidadas no mercado brasileiro, mas que encontraram uma forma de investir e que possuem a sua estrutura e os objetivos da atividade diferentes em relação aos demais fundos da modalidade de *Venture Capital*, que criam fundos com prazos pré-estabelecidos e seu direcionamento é apenas investimento por *Venture Capital*, da mesma forma optamos por não incluir na seleção da amostra.

Com as etapas anteriores concluídas temos ao todo 177 fundos de investimento por *Venture Capital* de acordo com a *Crunchbase*, essas informações foram tabeladas em uma planilha de *Excel* e com base nesses dados selecionamos os 40 primeiros, com maior quantidade de investimentos efetuados e expandimos essas empresas uma a uma também em planilha da ferramenta de *Microsoft Excel*, a

fim de verificar quem foram as empresas que receberam estes investimentos, o estágio que estavam e o valor que foi aportado. No entanto, devido a transformação rápida das empresas que investem por *Venture Capital* identificou-se a necessidade de atualizar a base em 13.02.2022, a fim de verificar se houve movimentação nas empresas, bem como fusão, cisão dentre outros.

Desta forma, temos 40 fundos de investimentos como população utilizada para esta pesquisa, entretanto houve 2 empresas que não estavam na população deste estudo, mas que através da rede de contatos, pediram para participar voluntariamente. Logo, a população selecionada para estudo desta pesquisa representa 84% dos investimentos por *Venture Capital* no Brasil em 2021, não considerando os dois fundos participantes voluntários.

3.1.2 Amostra

Com a população definida, listamos os 40 fundos de investimento por *Venture Capital* que mais efetuaram *deals*, *acordos*, no Brasil de acordo com a *Crunchbase*, essas empresas representam 84% do investimento ocorrido de setembro de 2021 até fevereiro de 2022. Damos início aos contatos por e-mail e telefone disponível no cadastro da *Crunchbase*, site da empresa, *Google*, no cartão CNPJ das empresas e buscamos em outras plataformas como Distrito, *Sling Hub* e LAVCA.

Alguns contatos conseguimos por indicações dos próprios grupos de fundos de *Venture Capital*, colegas de trabalho do mesmo segmento atuando em outros fundos de investimento, foi onde obteve-se uma oportunidade de indicação pelos entrevistados. Visto que a pesquisa é relevante neste mercado e temos pouco conteúdo atuante num mercado tão expansivo no Brasil. Assim surgiram algumas indicações pelo aplicativo *Whatsapp* de alguns fundos que tinham interesse na pesquisa e solicitaram contribuir de forma voluntária a entrevista, desta forma temos 2 entrevistas que não estavam na amostra por não estar entre os 40 primeiros na base da *Crunchbase*, mas são fundos da modalidade de *Venture Capital* e constam na lista da *Crunchbase*.

A amostra final foi de 20 respondentes, com base em sua experiência em seleção de investimentos, cerca de 50% da população inicialmente selecionada. Considerando que a mediana de entrevistas em pesquisas contábeis é de 26 entrevistas, de acordo com a revisão de literatura de Dai et al. (2019), entendemos

que esta amostra não só é representativa da população, mas também possui um tamanho similar ao observado na literatura acadêmica. (DAI; FREE; GENDRON, 2019).

3.2 Etapas da pesquisa

A realização desta pesquisa ocorreu em 3 etapas, sendo a primeira que teve como finalidade efetuar o levantamento das empresas que mais investem por *Venture Capital* no Brasil através das plataformas *Crunchbase*, *LAVCA* e *Distrito*. A segunda etapa, foi averiguar através dos sites destas empresas a tese formalizada de investimento, se coincide com o que está divulgado nas plataformas. E a terceira e última, busca a percepção dos fundos por *Venture Capital*, de como está sucedendo essa seleção por parte das empresas, conforme o Quadro 4.

Quadro 4 - Etapas da pesquisa

Etapa	Objetivo	Procedimento
Etapa 1	Identificar quem são as empresas que mais investiram em <i>Venture Capital</i> no Brasil entre setembro 2021 e fevereiro 2022.	Através de consultas na plataforma da <i>Crunchbase</i> e dos filtros mencionados anteriormente, identificar quem investiu, quantas empresas foram beneficiadas, em qual estágio recebeu o investimento. A consulta a plataforma <i>Distrito</i> e <i>LAVCA</i> serviu como apoio para suportar tais informações.
Etapa 2	Consultar nos sites das empresas a tese formalizada de investimento.	Apurar se as informações são condizentes com os investimentos efetuados pelas empresas de acordo com as plataformas e entrevistas.
Etapa 3	Responder aos objetivos propostos neste estudo.	Obter a percepção do mercado de <i>Venture Capital</i> em relação a seleção de <i>startups</i> para investimentos no Brasil.

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

No quadro 4, buscamos descrever em formato sucessivo a ordem e desenvoltura desta pesquisa.

3.2.1 Análise Documental

A análise documental ocorreu a partir das informações contidas nas plataformas especializadas como *Crunchbase*, Distrito e LAVCA, em conjunto com as teses das empresas averiguadas nos sites delas. A intenção era apurar a proximidades destas informações que em conjunto corroboram para responder o objetivo desta pesquisa, além de orientações do setor de *Venture Capital*, como aspectos de comportamentos orientações legais e a trajetória dessa linha de investimentos no Brasil. Em adicional acrescentamos as publicações que serviram para sustentar as teses formadas por este mercado de investimento conforme o quadro 5.

Quadro 5 - Documentos analisados

(continua)

Documento	Origem	Nº de Páginas
Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e <i>Venture Capital</i> - 2018	Website: ABVCAP Entidade: ABVCAP. Material: Tozzini Freire Advogados	12
Indústria de Private Equity e <i>Venture Capital</i> no Brasil- 2020	Website: ABVCAP Entidade: ABVCAP. Material: Tozzini Freire Advogados	12
Sobre o setor: Capital Empreendedor - 2019	Website: ABVCAP Entidade: ABVCAP. Material: Tozzini Freire Advogados	8
A indústria de Private Equity e <i>Venture Capital</i> 2º Censo Brasileiro - 2011	Fundação Getulio Vargas	436
Consolidação de Dados 2020 Indústria de Private Equity e <i>Venture Capital</i> no Brasil Anos Base: 2011-2019	Website: ABVCAP Entidade: ABVCAP. Material: KPMG	36
Performance of Brazilian Private Equity and <i>Venture Capital</i> Deals - 2021	Website: ABVCAP Entidade: ABVCAP. Material: Insper	18
<i>Inside Venture Capital</i> - 2021	Website: ABVCAP Entidade: ABVCAP. Material: FM/ Derraik Advogados	55
Private Equity e <i>Venture Capital</i> no Brasil 4º trimestre de 2020	Website: ABVCAP Entidade: ABVCAP. Material: KPMG	6
<i>Inside Venture Capital</i> Brasil Wrap Up 2020: Análises e estatísticas sobre investimentos e eventos de liquidez em <i>startups</i>	Website: Distrito Dataminer Material: Endeavor / Softbank	14
<i>Inside Venture Capital</i> Brasil Dezembro - 2019	Website: Distrito Dataminer Material: Exclusivo para assinantes	54
<i>Inside Venture Capital</i> Brasil Dezembro - 2020	Website: Distrito Dataminer Material: Exclusivo para assinantes	67
<i>Inside Venture Capital</i> Brasil Março - 2021	Website: Distrito Dataminer Material: Exclusivo para assinantes	72
Report Retrospectiva 2021	Website: Distrito Dataminer	86

Quadro 5 - Documentos analisados

(continua)

Industry Data & Analysis: Update on Latin American Private Equity & Venture Capital - 2020	Website: Lavca	15
LAVCA - Latin American Startup Directory - 2021	Website: Lavca	23
2020 Industry Data & Analysis - Graphs and Charts	Website: Lavca Arquivo em Excel	Material : -

Fonte: Elaborado pela Autora (2022).

Esses materiais foram compreendidos e agregaram para percepções no trabalho de campo, bem como em conjunto com os demais métodos aplicados as análises das teses de investimentos nos sites das empresas, teve o intuito de acompanhar a evolução dos fundos de investimentos por *Venture Capital*, bem como suas investidas, pois estas recebem mentorias técnicas para seu desenvolvimento. Sendo assim, é vital que a pesquisadora combine a teoria as práticas adotadas por estes, além de estabelecerem um relacionamento que permitisse indicações para conquistar mais entrevistas.

A análise destas plataformas ocorrera em paralelo com as entrevistas visando melhor aproveitamento delas, sendo assim esse acompanhamento teve respaldo com a visita aos sites das empresas da amostra, com a finalidade de se atentar a tese de investimento formalizada por essas empresas.

3.2.2 Entrevistas

As entrevistas foram agendadas por meio do contato prévio, sendo por telefone, *Whatsapp* e *LinkedIn* e sempre formalizado por *e-mail* com *invite* pelo *Microsoft Teams*, conforme os dados de contato que constam no site da *Crunchbase*, onde foi utilizado como instrumento o roteiro de pesquisa semiestruturado que consta o Apêndice A. Seguindo o protocolo de entrevista, na pesquisa semiestruturada o pesquisador usou um questionário formal que lista todas as perguntas feitas, desta forma o pesquisador adotou formalmente o papel de entrevistador, tentando obter respostas do entrevistado. (YIN, 2016).

Nesse contexto, foi aplicada a entrevista semiestruturada, que enfoca um tema bem específico, quando ao entrevistado é permitido falar livremente sobre o assunto, mas com esforço do entrevistador para retomar o mesmo foco quando ela começa a desviar-se. É bastante empregada, com objetivo de explorar a fundo alguma experiência vivida em condições precisas. (BRITTO JÚNIOR; FERES JÚNIOR, 2011).

Como técnica básica de coleta de dados em metodologias qualitativas, que varia com base no número de pessoas envolvidas, no nível de estrutura, na proximidade do entrevistador com o participante e no número de entrevistas conduzidas durante a pesquisa, geralmente começa com algumas questões específicas e depois segue o curso de pensamento do participante com investigações do entrevistador. (COOPER; SCHINDLER, 2016).

Para a transcrição das entrevistas, foi aplicado codificação de dados, pois a singularidade das ações de campo originais não deve ser ignorada, mas itens que parecem essencialmente semelhantes receberão o mesmo código, com a finalidade de averiguar possíveis *links* categorizando cada um a sua respectiva teoria. (YIN, 2016).

3.3 Procedimentos para coleta, tratamento e análise dos dados

Na coleta de dados optou-se por uma combinação de análises qualitativas, como entrevistas semiestruturadas e análise documental (visita ao site das empresas e plataformas especializadas mencionadas anteriormente). Essas coletas e análises ocorreram de forma simultânea durante a pesquisa. Contudo, optamos por utilizar essas técnicas uma vez que há uma necessidade de descrever o tema com clareza, propondo a triangulação de dados que pôde ser aplicada ao longo deste estudo, embora tenha sido associada a fase de coleta de dados. Ao coletar dados, a triangulação ideal não apenas buscaria confirmação de três fontes, mas tentaria encontrar três tipos diferentes de fontes. (YIN, 2016).

Para obtenção dos dados primários para análise, foi efetuado uma entrevista semiestruturada focalizada aos fundos na modalidade de *Venture Capital* mais representativos na economia brasileira, por ter impactado maior quantidade de empresas investidas, pois a pesquisa busca a métrica para avaliação dos fundos de *Venture Capital*, ao selecionar instituições para investir de acordo com seu ciclo de vida organizacional e suas métricas de avaliação. A entrevista busca a compreensão, e os relatos produzidos fornecem percepções adicionais, além de reunir a visão dos entrevistados sobre a direção futura das instituições. (QU; DUMAY, 2011). A escolha da entrevista semiestruturada, deve-se pela maior flexibilidade para aplicação a coleta de dados das informações e análises, além de se poder observar uma melhor

percepção do comportamento e exigências das empresas mais representativas da amostra.

A análise dos dados coletados através das entrevistas, sites das empresas entrevistadas e plataformas especializadas em investimentos, bem como o conteúdo na base dados do site da *Crunchbase*, esses dados recepcionados foram tabelados em planilhas e analisados, com intuito de buscar suporte para as entrevistas aplicadas, investigando possíveis padrões que permitam análise destes dados. Desta forma, espera-se responder aos objetivos indicados nesta pesquisa.

3.3.1 Atividades Preliminares e Pré-teste

Para execução das entrevistas, foi elaborado um material inicial que serviu como modelo para aproveitamento nas atividades preliminares de pré-teste, sendo um relatório de entrevista semiestruturada. O qual teve sua aplicação em duas entrevistas de teste, previamente agendados pelo *Microsoft Teams*, em 29/11/2021 e 02/12/2021, ambos em empresas aceleradoras de *startups*, eles foram informados que estavam participando do teste prévio das entrevistas que seriam feitas aos fundos, foi solicitação autorização para gravar e elucidado a anonimidade deles, a gravação durou aproximadamente 40 minutos cada uma.

Após entrevistas de testes e que todas as perguntas foram respondidas, os participantes optaram por não sugerir acrescentar novas perguntas ou alterar as do protocolo, foram averiguadas as gravações, constatou se que não havia necessidade de ajustes significativos as perguntas utilizadas como questionamentos no roteiro de entrevista semiestrutura do Apêndice A para as entrevistas.

3.3.2 Tratamento e Análise de Dados das Plataformas e Sites das Empresas

Devido a maior riqueza de informações a *Crunchbase* foi a principal plataforma utilizada para a seleção da amostra e acessos as informações das empresas, pois ela está em constante atualização e permite acompanhar quem foram as empresas investidas pelos fundos de *Venture Capital*, em qual rodada de investimento e em qual estágio a *startup* estava quando houve a *deal* (acordo), além de fornecer alguns dados cadastrais das empresas selecionadas, auxiliando no contato com estas para as entrevistas.

Portanto, a plataforma Distrito que serviu como suporte, pois menciona e sustenta boa parte das informações das empresas da nossa amostra como investidoras por *Venture Capital* no Brasil, e que também possui dados de contato com as empresas, além de fornecer atualizações mensais sobre as rodadas de investimento que estão acontecendo. E a LAVCA, por ser uma plataforma presente na América Latina, com o mesmo intuito de suportar as empresas que investem por *Venture Capital*, assim com a Distrito, está atualizada através dos próprios membros das empresas de *Venture Capital*.

Considerando as empresas selecionadas na nossa amostra, através das informações contidas na plataforma da *Crunchbase*, acessamos os sites destas a fim de examinar suas teses formalizadas de investimento, se estavam condizentes com os investimentos que sucederam nas plataformas que as mencionaram.

As informações sobre as teses de investimentos foram tabeladas em uma planilha de *Excel* e elencadas para apurar possíveis padrões de comportamento do *Venture Capital*, de forma a auxiliar a análise desta pesquisa.

3.3.3 Tratamento e Análise dos Dados das Entrevistas

Nas entrevistas, a abordagem ao telefone foi uma oportunidade de abertura para pesquisa acadêmica que estaria assim, contribuindo para algo que seria de interesse de todo o mercado em si, bem como alguns contatos pelo LinkedIn com colaboradores destas empresas também oportunizaram a receptividade de alguns respondentes.

As entrevistas foram realizadas através do *Microsoft Teams* e totalizaram 11 horas e 10 minutos, essas conversas foram gravadas e transcrita mediante aprovação do participante, a cada entrevista era efetuado como etapa do protocolo o agradecimento pela contribuição a pesquisa, a explanação sobre o tema da pesquisa, assegurado o anonimato e que a finalidade dessa entrevista é apenas para fins acadêmicos.

As entrevistas foram transcritas de forma automática pelo *software Microsoft Teams*, de forma simultânea durante as entrevistas e salva após o encerramento delas, após precisou ser revisitada, pois devido a menção de termos em inglês, que para fins de melhor compreensão foi transcrito para o português, dessa forma foram efetuados pequenos ajustes. Transcritas as 20 entrevistas, todas foram revisitadas e

tabeladas no *Microsoft Word* as perguntas e as respostas e efetuado a codificação de cada empresa, essas foram analisadas individualmente de forma a obter melhor aproveitamento do conteúdo, com uma média de 9 páginas por entrevistas, a fim de iniciar o processo de análise de um único arquivo, dirigindo-se a interpretação dos dados.

Após a organização dos dados, damos início a codificação está que é o processo pelo qual os dados brutos são transformados sistematicamente e agregados em unidades, as quais permitem uma descrição exata das características pertinentes ao conteúdo, sendo uma palavra, uma frase ou parágrafo, consistindo em capturar a percepção. (BARDIN, 2021). Conforme o quadro 6.

Quadro 6 - Análise ao início da codificação aos entrevistados.

Cód.	Cargo	Forma de Contato	Forma da Entrevista	Duração da entrevista	Gênero
I)	Sócio	<i>LinkedIn</i>	<i>Teams</i>	00:30:29	M
II)	Analista de <i>Venture Capital</i>	<i>LinkedIn</i>	<i>Teams</i>	00:18:03	F
III)	Sócio	<i>LinkedIn</i>	<i>Teams</i>	00:26:16	M
IV)	Analista de <i>Venture Capital</i>	<i>LinkedIn</i>	<i>Teams</i>	00:29:28	M
V)	Sócio	<i>LinkedIn</i>	<i>Teams</i>	00:28:27	M
VI)	Analista de Investimentos	<i>LinkedIn</i>	<i>Teams</i>	00:25:41	F
VII)	Associado	<i>LinkedIn</i>	<i>Teams</i>	00:28:48	M
VIII)	Sócio	<i>Whatsapp</i>	<i>Teams</i>	00:40:54	M
IX)	Sócio	<i>E-mail</i>	<i>Teams</i>	00:38:38	M
X)	Analista de <i>Venture Capital</i>	<i>Telefone</i>	<i>Teams</i>	00:53:45	M
XI)	Analista de Investimentos	<i>Whatsapp</i>	<i>Teams</i>	00:37:20	F
XII)	Sócio	<i>E-mail</i>	<i>Teams</i>	00:57:54	M
XIII)	Associado	<i>Telefone</i>	<i>Teams</i>	00:27:22	M
XIV)	Analista de Investimentos	<i>Whatsapp</i>	<i>Teams</i>	00:27:53	F
XV)	Analista de <i>Venture Capital</i>	<i>Whatsapp</i>	<i>Teams</i>	00:37:53	F
XVI)	Analista de <i>Venture Capital</i>	<i>E-mail</i>	<i>Teams</i>	00:34:25	M
XVII)	Analista de Investimentos	<i>E-mail</i>	<i>Teams</i>	00:58:59	M
XVIII)	Sócio	<i>E-mail</i>	<i>Teams</i>	00:19:21	M
XIX)	Analista de <i>Venture Capital</i>	<i>E-mail</i>	<i>Teams</i>	00:29:01	M
XX)	Sócio	<i>E-mail</i>	<i>Teams</i>	00:20:17	M

Fonte: Elaborado pela Autora (2022).

Desta forma, como apresentado no quadro 7, utilizamos a codificação para organizar as respostas, funcionando como uma grade para agregar as entrevistas com intuito de encontrar repetições, ou até mesmo um raciocínio no formato da seleção das *startups* para investimento. A ferramenta principal utilizada foi o *Microsoft Excel* para a organização da codificação, foi criado o primeiro quadro com as informações

dos entrevistados, com o código, cargo, unidade de federação, a forma de contato, onde ocorreu a entrevista, tempo de duração e gênero, desses códigos seguiram para as análises seguintes deste trabalho, assegurando a anonimidade dos respondentes.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Análise das Plataformas e Sites das Empresas

Nesta etapa do estudo, através das informações das plataformas *Crunchbase*, *Distrito* e *LAVCA*, e da visita ao site de cada empresa da amostra, de forma a compreender como cada empresa tem se direcionado para investir em *startups* na modalidade de *Venture Capital*. Foi verificado os estágios das *startups*, características condizentes com as teses de investimentos das empresas da amostra, bem como se há método de avaliação.

Desta forma, conforme o quadro 7 é possível verificar o setor de atuação de cada empresa da nossa amostra, com base em seus investimentos antecessores.

Quadro 7 - Análise de dados sites das empresas

Fundos	Estágio de investimento	Setor	Países
I)	<i>Early Stage</i>	Agnósticos	-
II)	<i>Early Stage</i>	Latam	Brasil
III)	<i>Early Stage</i>	Agnósticos	Brasil
IV)	Pré <i>Seed</i> , <i>Seed</i> , Série A, Série B e Série C+	Healtech, Agrotech, Industry 4.0, Smart Cities, Other.	-
V)	<i>Early Stage</i>	-	-
VI)	Pré <i>Seed</i> , <i>Seed</i>	Agnósticos	Brasil
VII)	Pré <i>Seed</i> , <i>Seed</i>	Modelo de negócios B2B ou B2B2C	-
VIII)	Pré <i>Seed</i> , <i>Seed</i> , Série A, Série B e Série C+	Agnósticos	América Latina
IX)	<i>Early Stage</i>	Agronegócio	América Latina
X)	<i>Early Stage</i> , <i>Seed</i> , <i>Late Stage</i>	Agronegócios;	Brasil
XI)	<i>Early Stage</i> , Série A	Software, Data e Inteligência Artificial	América Latina
XII)	<i>Early Stage</i>	<i>Fintechs</i> , Saaas, Market Places, AI, Big data e Block Chain.	Brasil, EUA e Europa
XIII)	<i>Early Stage</i> , <i>Late Stage</i>	Nanotecnologia;	Global
XIV)	<i>Seed</i>	-	-
XV)	<i>Early Stage</i> , <i>Seed</i>	Agnósticos	América Latina
XVI)	-	-	América Latina
XVII)	<i>Seed</i> , Série A, Série B e Série C+	Aplicativo/ Mobile, Blockchain, Consumidor, Fintech, Saúde, Infraestrutura	América Latina
XVIII)	<i>Early Stage</i>	-	-
XIX)	<i>Early Stage</i> , <i>Seed</i>	<i>Marketplace</i> , <i>Consumer</i> , <i>Saas</i>	Brasil
XX)	<i>Seed</i> , Série B	Agnósticos	EUA, Israel, Canada

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

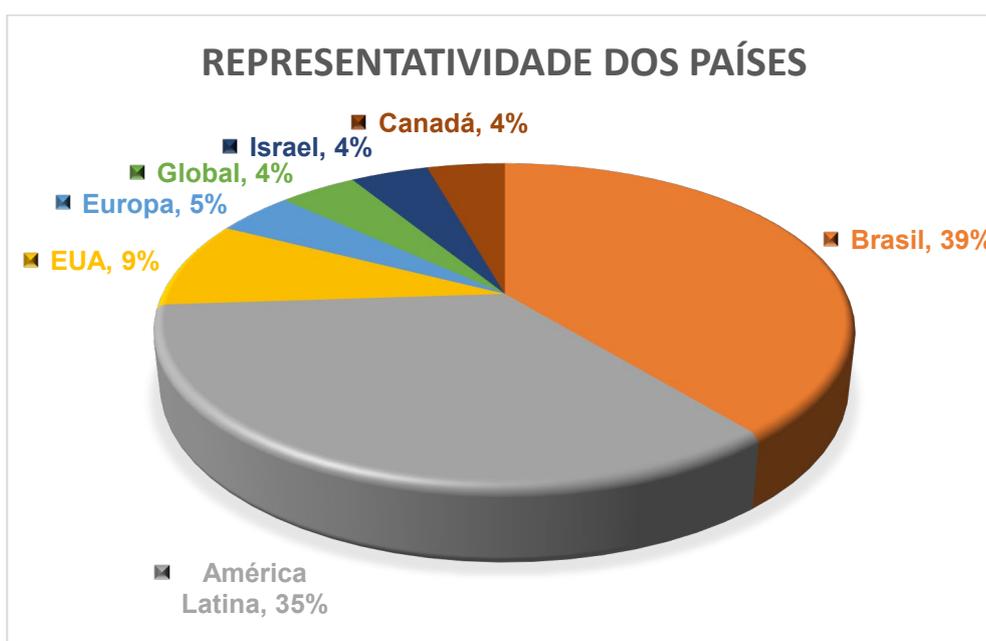
Ao averiguar os sites de todas as empresas da amostra desta pesquisa, conseguimos observar as que possuem sua tese de investimento mais esclarecida, elencando em quais estágios costumam selecionar as empresas para investir, se há setor específico ou é agnóstico, que não acredita em determinado setor específico, logo não tem preferência por segmento, e ainda se investe apenas no Brasil ou mais países, como podemos observar no quadro 8.

No website da *Crunchbase* é possível verificar o tempo que estas empresas estão investindo, data de fundação, que são os fundadores, as modalidades de investimentos que atuam, bem como empresas que foram investidas e permanecem assessoradas, e as que já ocorreram o *exit*, a saída de determinado investimento. Por ser uma plataforma bastante completa serviu como principal suporte para esta pesquisa.

Além disso, conseguimos verificar a representatividade nos países que os fundos de investimentos por Venture Capital, da amostra costumam investir, de acordo com as informações nos sites dos fundos, na *Crunchbase*, Lavca e Distrito. Logo, podemos observar que o Brasil com 39%, seguido da América Latina com 35%, são os locais geograficamente de preferência para estes fundos.

Como podemos observar no gráfico 1 a seguir:

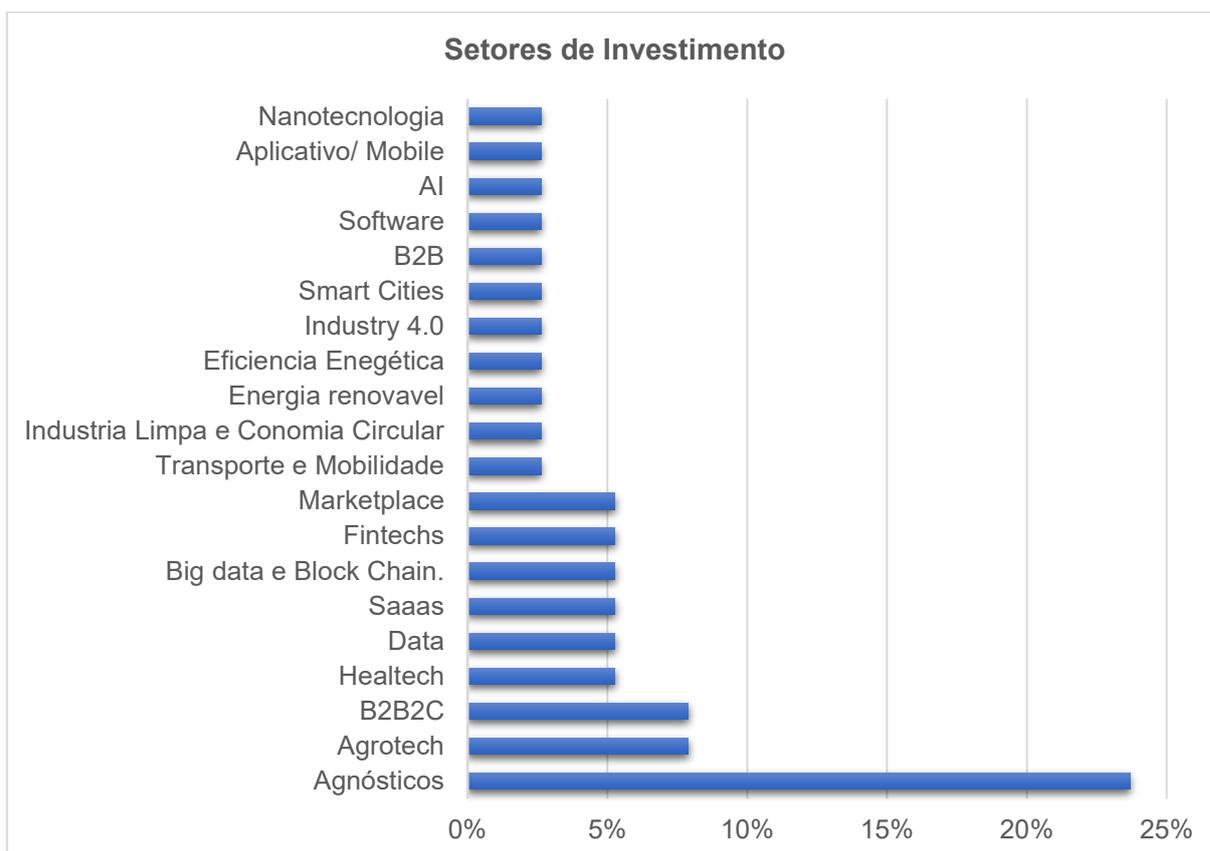
Gráfico 1 – Representatividade de países investidos



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Com base nas informações dos investimentos efetuados pelos fundos da amostra, foi possível averiguar os setores de preferência para investimentos, através das informações disponíveis nos sites e plataformas, conforme é apresentado no gráfico 2 a seguir:

Gráfico 2 – Setores de investimento



Fonte: Elaborada pela autora (2022).

Conforme informações do gráfico 2, é possível observar que a maioria não tem segmento específico de para investir e se determinam agnósticos, mesmo as empresas que optam por um ou mais setores, também analisam e recebem arquivos de startups de segmentos diferentes. Além disso, startups do segmento de agricultura, consumo, saúde, software, setor financeiro e mercado virtual são que estão entre os setores que são preferência destes fundos.

A seguir temos quadro 8 com as informações das empresas da amostra desta pesquisa onde constam algumas das informações que extraímos da plataforma.

Quadro 8 - Análise plataforma Crunchbase.

Fundos	Tipo de investidor	Qtd. de investimentos	Estágio de Investimento
I)	Escritório de Investimento Familiar, Capital de Risco	<20	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
II)	Capital de risco	<20	Empreendimento em estágio inicial
III)	Micro VC, Capital de Risco	<20	Nota conversível, empreendimento em estágio inicial, semente, empreendimento
IV)	Capital de risco	>20	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
V)	Capital de risco	>50	Nota conversível, empreendimento em estágio inicial, semente
VI)	Capital de risco	>20	Empreendimento em Estágio Inicial, Empreendimento
VII)	Micro VC, Capital de Risco	>300	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente, Empreendimento
VIII)	Capital de risco	<20	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
IX)	Micro VC, Capital de Risco	>50	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
X)	Fundo de hedge, empresa de <i>private equity</i> , capital de risco	<20	Empreendimento em Estágio Inicial, Empreendimento em Estágio Final, Semente, Empreendimento
XI)	Capital de risco	<20	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
XII)	Empresa de <i>private equity</i> , capital de risco	>20	Dívida, Empreendimento em Estágio Inicial, Empreendimento em Estágio Final, Private Equity, Semente
XIII)	Empresa de <i>private equity</i> , capital de risco	>20	Empreendimento em Estágio Inicial, Empreendimento em Estágio Final, Private Equity, Semente, Empreendimento
XIV)	Capital de risco	<20	Empreendimento em estágio inicial
XV)	Capital de risco	<50	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
XVI)	Empresa de <i>private equity</i> , capital de risco	>20	—
XVII)	Capital de risco	>50	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
XVIII)	Capital de risco	>20	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
XIX)	Capital de risco	>50	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente
XX)	Micro VC, Capital de Risco	>50	Empreendimento em Estágio Inicial, Semente

Fonte: Adaptado *Crunchbase* (2022).

No quadro 8, algumas das informações que é possível verificar na plataforma *Crunchbase*, como os tipos de investimentos que atuam, a quantidade de investimentos no período e os estágios, que estes fundos costumam investir, que possivelmente estará vinculado ao ciclo de vida da startup, de acordo com as rodadas de investimento que ela irá participar para arrecadar aportes.

4.1.1 Análise do Ciclo de Vida Organizacional

No *website* da *Crunchbase* é possível verificar em qual estágio a *startup* estava quando fechou o acordo de investimento, além de apresentar em quais modalidades de investimentos os fundos costumam atuar, como já apresentado no quadro 8 anteriormente. A Distrito *Dataminer* também fornece um acesso a um *dashboard* por assinatura onde é possível acompanhar essas negociações e que é atualizado constantemente. Já o *website* da LAVCA, através de assinatura gratuita é possível ter acesso aos arquivos de pesquisa deste mercado, os quais são atualizados constantemente.

Prezando pela acuracidade das informações na extração de informações, a *Crunchbase* traz as informações bastante completas e serviram de suporte para as entrevistas, pois foi possível verificar os últimos investimentos efetuados pelas empresas investidoras. A Distrito *Dataminer*, por produzir muito conteúdo de estudo permitiu nos acompanhar e verificar se os estágios estavam de acordo com o que consta na *Crunchbase*. E a LAVCA, pois as informações são preenchidas pelos próprios fundos o que traz segurança nas informações deles.

Desta forma, é possível compreender que os fundos fazem a atualização para que se consiga acompanhar o histórico das informações deles e dos demais fundos, como as indicações para as entrevistas que ocorreram de empresas fora da amostra, e que participaram de forma voluntária.

Para efeito comparativo no quadro 9 a seguir, colocamos lado a lado as informações das plataformas de acordo com os investimentos aportados e dos sites das empresas respondentes que ocorreram.

Quadro 9 - Análise das plataformas e sites das empresas

Cód.	Crunchbase	Distrito	LAVCA	Sites das empresas
I)	Pré semente e semente.	—	—	Pré semente e semente.
II)	Pré semente.	—	Semente.	Semente.
III)	Pré semente e semente.	—	—	Pré semente e semente.
IV)	Pré semente e semente.	—	Semente.	Pré semente, semente e estágio avançado.
V)	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.
VI)	Pré semente e semente.	—	Pré semente, semente e estágio avançado.	Pré semente e semente.
VII)	Pré semente e semente.	—	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.
VIII)	—	—	—	Pré semente, semente e estágio avançado.
IX)	Pré semente e semente.	—	Semente.	Pré semente e semente.
X)	Pré semente, semente e estágio avançado.	—	—	Pré semente, semente e estágio avançado.
XI)	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.	Pré Semente	Pré semente e semente.
XII)	Pré semente, semente e estágio avançado.	—	Pré semente, semente e estágio avançado.	Pré semente e semente.
XIII)	Pré semente, semente e estágio avançado.	—	Pré Semente	Pré semente, semente e estágio avançado.
XIV)	Pré Semente	Pré Semente	Pré Semente	—
XV)	Pré semente e semente.	—	Pré semente, semente e estágio avançado.	Pré semente e semente.
XVI)	—	—	—	—
XVII)	Pré semente e semente.	—	Semente.	Pré semente, semente e estágio avançado.
XVIII)	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.	—
XIX)	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.	Pré semente e semente.
XX)	Pré semente e semente.	—	—	Pré semente, semente e estágio avançado.

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Conforme apresentado no quadro 9, o chamado *Early stage*, estágios iniciais, considerado o pré semente (*pré seed*), semente (*seed*) e série A, são os estágios que recebem o maior volume de investimentos por *Venture Capital*, seguindo o *Late stage*, estágios avançados, como série B e série C e seguintes. E em comparativo, apenas os respondentes V, XI e XIX tiveram suas informações iguais nas três plataformas e no site da empresa. Os demais, oscilam nos estágios seguintes entre pré semente e semente.

4.1.2 Análise dos Investimentos por *Venture Capital*

Constatado nos websites das empresas dos respondentes desta pesquisa, que a concentração de investimentos por *Venture Capital* está nos estágios iniciais, seguimos para verificar as rodadas de investimento, conforme já informado na seção “Estágios e classificação de rodadas de investimentos”, desta pesquisa, retomamos no quadro 10 abaixo.

Quadro 10 - Análise do bloco investimentos por *Venture Capital*

Estágios	Rodadas
<i>Pré Seed</i>	100 mil a 1 M
<i>Seed</i>	700 mil a 2 M
Série A	2 a 20 M
Série B	30 a 60M
Série C+	60M +

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Diante do exposto, é possível afirmar que as rodadas de investimento durante o período de setembro de 2021 a fevereiro de 2022 que mais receberam aportes, conforme as bases desta pesquisa, estão concentradas em rodadas que podem iniciar em R\$100 mil reais até rodadas de R\$20 milhões, de acordo com o estágio que os fundos selecionam as empresas durante os processos de seleção.

4.1.3 Análise dos Métodos de Avaliação por Estágio

Averiguado as plataformas especializadas e *websites* das 20 empresas, e constatado que não há informações elucidadas a respeito do formato de avaliação para seleção das *startups* para investimento, ou mesmo o entendimento da empresa investidora na sua tese. Neste sentido, nas análises a seguir será esclarecido quanto as métricas aplicadas de acordo com os dados obtidos desta pesquisa.

Essa seção teve como propósito nutrir este estudo, sendo suporte juntamente a literatura já elencada e aos dados levantados durante esta pesquisa, amparando o tema desta pesquisa, objetivos a, conforme os dados do gráfico 1 e 2, e o objetivo b, juntamente com as demais análises a seguir.

4.2 Análise das Entrevistas

Através das entrevistas semiestruturadas, buscamos os critérios de seleção dos fundos por *Venture Capital*, que será apresentada nesta seção a fim de se obter o entendimento em relação ao comportamento deles neste mercado de investimentos.

4.2.1 Percepções Sobre Ciclo de Vida Organizacional

Nas primeiras perguntas foi indagado sobre como as empresas da amostra costumam selecionar as *startups* para investir, em qual estágio do ciclo vida e se há algum motivo específico para ser neste formato.

A totalidade de respondentes (20), respondeu que investem no estágio *seed*, sendo o estágio que mais recebe investimento por *Venture Capital*, seguido de *pré-seed* com 13 respondentes e série A com 14 respondentes, sendo assim dentro do *early stage* (estágios iniciais) é onde ocorre o maior volume de seleção de *startups* para investimentos por *Venture Capital*. De forma geral, o financiamento de *Venture Capital* tem sido considerado por acadêmicos e profissionais como o modelo mais viável para empresas em estágios iniciais do que empréstimos bancários. (GOMPERS, P.; LERNER, 2001).

Quanto aos critérios para selecionar uma empresa para investir, foi encontrado padrões na utilização de termos empregados pelos respondentes, onde as palavras mercado, time e produto foram as mais mencionadas por eles. E que através da elaboração da mineração de texto foi possível elaborar a figura 11 a seguir, que demonstra as palavras e frases mais frequentes encontradas nas respostas.

Figura 11 - Palavras e frases mais importantes na seleção para investimentos



Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Visto já na literatura que o mercado é o que define o momento em que a empresa se encontra, esse servirá como “termômetro” para medir o possível avanço da *startup* ou não, em conjunto do time que vai dar esse suporte, ou seja um time qualificado e um produto que tenha espaço nesse mercado para conseguir alavancar o negócio.

Mencionado ainda na pergunta 1 e 2 o estágio e o que é levado em consideração para selecionar uma *startup* para ser investida, indagamos o porquê era levado isso em consideração, o porquê deste formato, e 14 dos respondentes informaram que a tese de investimentos precisa estar alinhada com os critérios informados por eles, conforme mencionado pelo respondente I:

Sim, tem, tem uma razão. É assim em razão os nossos cheques, né. Eu vou chamar assim, obviamente, não são pequenos, mas eles também não são cheques muito grandes. Pensando, por exemplo, no investidor de série a. Que geralmente escreve cheques de 10,15,20, 30 milhões e a gente sabe que pra gente ser relevante na rodada, a gente acabou ficando com *early stage*. É exatamente para ser relevante, tá. A gente gosta de ter uma atuação mais ativa na empresa, a gente gosta de fazer parte de conselho. Gostamos de ajudar o empreendedor a buscar marketing. Quando uma rodada aparece

gostamos de dar *insight* no produto ou no serviço. A gente tenta, obviamente, ajudar o máximo possível o empreendedor e a gente acredita que é a fase que a gente não só tem mais *expertise*, mas também mais capacidade, de ser relevante na rodada. (Respondente I).

Afirmado pelo respondente IV, que a tese de investimento é ponto de partida para a seleção.

A nossa análise, o nosso ponto de partida de empresas que estamos buscando, ela vem muito atrelada a essa tese de investimentos, ou seja, é quais empresas estão dentro desse ecossistema. (Respondente IV).

Os respondentes, que não informaram a tese como principal foco para seleção, usam praticamente do conhecimento de mercado, como informado pelo respondente III.

A questão de não investirmos sozinho ou como líderes da rodada, e a questão do estágio da rodada também. Esses são os 2 condicionantes, né. Então a gente sempre fala que seja investimentos de anjo para semente, tem algumas variações aí no meio. A tese é buscar negócio de alto potencial de crescimento de base tecnológica em estágio inicial de desenvolvimento. (Respondente III).

Já o respondente VIII, cita a oportunidade de negócio, como atenuante para a seleção:

A gente chama o estágio que a gente investe de *advanced early stage*. Então, se a empresa está nesse estágio de fato, estão precisando ali de uma série a, ou então série b, mais que já estão um pouco mais maduras. Então uma empresa que vai captar uma série a um pouco mais madura, um pouco mais parrudo, uma empresa que vai captar uma série b é, a gente tem no nosso portfólio de empresas que estão acima disso, empresas que está um pouco abaixo também, mas aí é porque a gente também é um fundo muito oportunístico, no bom

sentido, oportunista, se tem uma startup que está performando bem. A gente conhece (...) acredita que ele vai mandar muito bem no longo prazo. A gente consegue fazer o nosso investimento, então tem algumas *startups* que a gente fez que foge um pouco desse nível de maturidade por exemplo, uma dentro que já é um unicórnio, é lá fora e daqui a pouco vai virar um decacórnio. (Respondente VIII).

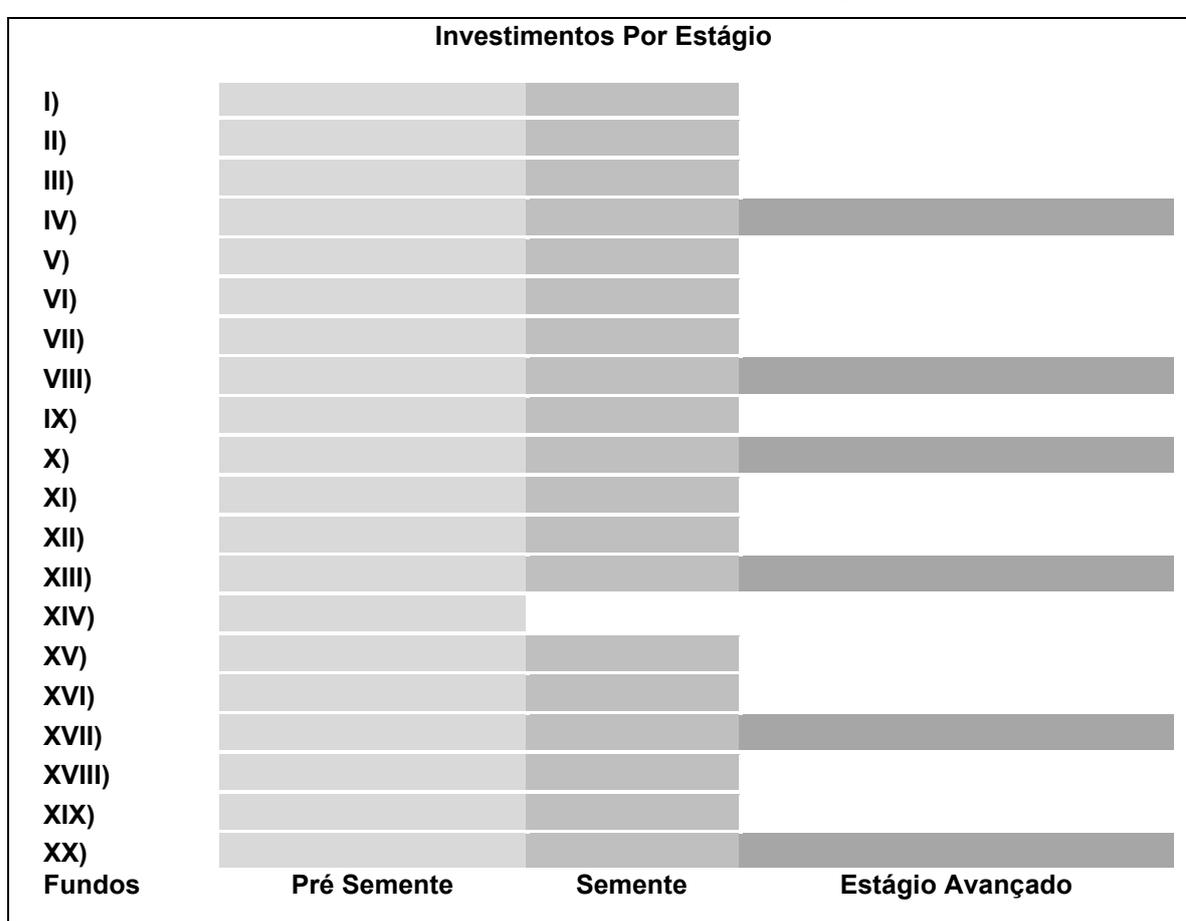
Já o respondente V, menciona características específicas de startups, que são atrativas

É, a gente tem alguns compromissos regionais de investimento, mas a gente basicamente não tem uma matéria específica. Então, sendo inovação e tecnologia, seja para consumidor, seja para *enterprise* o fundo anjo tem uma tese mais aberta. Então cheque de 100 mil, investindo com outros Anjos no estágio inicial da empresa. E aí, acima desse fundo, a gente tem 2 fundos, de *seed stage* é onde a gente quer ser o primeiro investidor institucional, após o fundo anjo. Geral e aí com duas teses separadas, a gente tem a (...) com foco em consumidor. Então, tudo que tiver um consumidor de ouvido, seja B2C, B2B2C e o *small médium business* também, porque a gente entende que tem muito a ver com a pessoa física ou com um pequeno empresário, vai para o que a gente chama de dono. Acho que é de 1 a 5 milhões de reais ano estágio de *seed*, né. Na série A da empresa e a gente tem a (...) que é um fundo exclusivo cuja tese investimento é B2B. Então, falando de software, IOT, *SaaS* e enfim, realmente, soluções de negócios para grandes empresas, onde a gente investe 2 a 6 milhões também no estágio *seed*. Então os fundos não competem entre si. É, a gente tem enfim uma boa de visão desses fundos. (Respondente V).

Portanto, a preferência das empresas para seleção de investimento por *Venture Capital* está nos estágios iniciais, como mencionado pelos respondentes acima, nos estágios *pré-seed*, *seed* e série A, e normalmente os fundos atuam em mais de um estágio. Quanto ao formato de como é feita a seleção das *startups*, a maioria dos respondentes foram enfáticos em dizer que precisa estar atrelado a tese de investimento do fundo, e que em conjunto disso critérios como mercado, time e

produto são componentes extremamente importantes nesse conjunto de informações. Os respondentes que não mencionaram a tese como principal moderador para o processo de seleção das empresas, declaram suas experiências e entendimento do mercado respectivo, como principal fonte de direcionamento para escolher as *startups*. Ou seja, os respondentes, que não possuem uma tese de investimento muito esclarecida, selecionam conforme seu conhecimento nesse mercado de investimentos. No gráfico 3, podemos observar que a maioria dos fundos investem e mais de um estágio:

Gráfico 3 – Investimentos por estágio



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Logo, são os estágios de pré semente e semente são os estágios que mais possuem chances de serem selecionados para investimentos por *Venture Capital*, pois os fundos normalmente investem nos estágios seguintes também.

4.2.2 Percepções Sobre os Critérios de Seleção para Investimentos por *Venture Capital*

Nesta etapa da pesquisa, conforme o roteiro de entrevista semiestruturada no Apêndice A, na pergunta 4 indagamos quais os principais critérios são levados em consideração ao selecionar uma *startup* para investimento na modalidade de *Venture Capital*.

O respondente X, afirma que a tese de investimentos e a rodada precisam estar alinhadas, conforme segue:

Enfim, a gente segrega ali por tamanho de empresa, e a gente mede a eficiência do cheque. E aí, poxa, a gente tenta entrar em acordo com o empreendedor. Já aconteceu, por exemplo, de empresa ser declinada. Porque ela chegou com uma rodada de 40 milhões, nós conseguimos fazer quando estamos em análise, que ela viu que a conversa estava avançando, uma cliente que tinha mais gente olhando, a não agora virou uma rodada de 60 milhões. Tá ok. Eu vou dar de 60 milhões, vamos continuar olhando aí de repente, vira uma rodada de 80 milhões. Só que a gente já tinha feito um trabalho. Eu falei assim, olha, vamos levar isso ao comitê, não. Agora, virou uma rodada de semifinal, amigo. Não existe, não existe motivo razoável para você crescer. Rodada, sim, só tá crescendo porque o mercado pede para enviar dinheiro, mas você não tem planos para esse dinheiro todo. Então tem essa coisa de alinhar, obviamente, ao porte da rodada, eficiência do cheque, e aí aquela questão comitê de tese de investimento para quem quiser, né. (Respondente X).

E dentre os principais critérios citados, os respondentes variam de 3 a 7 critérios considerados principais pelas suas teses de investimento, no entanto a unanimidade por mais vezes citadas apenas como resposta na pergunta 4, foi mercado (citado 83 vezes), time (citado 54 vezes) e produto (citado 32 vezes), nas respostas dos 20 participantes desta pesquisa, na sequência foi citado tecnologia própria (citado 9 vezes), estágio (citado 5 vezes). Para melhor elucidação, segue a mineração das palavras mais citadas.

Figura 12 - Critérios de Seleção para Investimentos por *Venture Capital*

Fonte: Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Entendemos esses como os principais critérios pelo padrão de vezes citados, pois vinculam as teses informadas pelos respondentes. Na questão 5 indagamos se uma empresa que não foi selecionada, poderia passar novamente por um futuro processo de seleção e por unanimidade dos respondentes responderam que sim, e que conforme o questionamento 6, teria alguns fatores que podem ser considerados decisivos para que não seguissem adiante com determinada *startup*, como observamos que há uma séria de fatores além da tese de investimento optamos por elencar conforme as respostas de acordo com o quadro 11.

Quadro 11 - Critérios decisivos para não selecionar uma *startup*.

Cód.	Critérios decisivos para não investir.
I)	Primeiro, fundadores que não são <i>full time</i> no negócio. Nós não investimos em empresas que tenham marido e mulher. <i>Captable</i> desfavorável, então a gente também não investe, é onde os fundadores estão já muito diluídos é ou tem algum investidor anjo que tem 30,40, 50% do negócio, então é <i>capttable</i> é desfavorável.
II)	Que ainda não está no estágio.
III)	Empreendedores não dedicados <i>full time</i> no negócio.
IV)	Então, acho que assim, tirando os critérios da tese, poxa, não se encaixou, realmente vai ficar parada lá nesse primeiro momento.
V)	É quando ele é claramente uma <i>future</i> . É, eu acho que esse é um dos primeiros restritivos, não é para se dizer à ou quando é um mercado que já foi.
vi)	Mercado pequeno, não é escalável, você não tem uma tecnologia proprietária.
VII)	Não tem inovação, então os pilares básicos de ser inovadora, tirar uma dor de mercado de ser escalável, eles são condições, são pressupostos. Se não tiver, fica fora do nosso radar.
VIII)	O cara é pilantra é trapaceiro.
IX)	Mercado pequeno, divergência de valores.
X)	Não é escalável.
XI)	Acho que não tem um critério específico. É um conjunto. A gente sempre olha empresa como um todo.
XII)	Criar produtos que já tem um mercado óbvio.
XIII)	A gente só olha saúde
XIV)	Se faltar tração, se faltar a validação. Foi por isso que o empregador pode correr atrás. Agora, esse motivo que a gente não investiu foi o tamanho de mercado e concorrência. Não vai mudar.
XV)	Eu acho que assim se a gente não consegue chegar de comissão nos 3 fatores e se não é assim, sei lá, talvez essa é a única oportunidade que a gente vai ter para investir nesse negócio. A gente não investir agora.
XVI)	É a gente acredita bastante no mercado em si, mas aquele produto ainda é preciso evoluir um pouco mais também ao lado que acaba. É tendo esse ponto é o lado do time também acaba sendo caminho. Foi esse ano, né? Então é, sinto, por exemplo, chega para conversar com a <i>startup</i> , pela é tá querendo fechar a rodada de sei lá em 15 dias a gente vai ter a primeira conversa naquela hora. Muito difícil a gente conseguir já colocar alguma coisa ali em uma semana, 10 dias ali já colocaram esse povo, não, não dá pra gente forçar ou a que a gente espera é numa próxima rodada.
XVII)	Foto, alguma, validação pode ser de time? Pode ser de produto, pode ser de estágio, pode ser de alguma métrica
XVIII)	Eu não acho que não tem nada que a gente fala assim ainda ó por causa disso a gente vai deixar de isso não vai nem responder essas mensagens assim acho que isso não existe, mas obviamente quando ele acha que o time é muito bom a gente aí a gente vai ficar no pé do cara mesmo para ver como é que as coisas estão
XIX)	Olha, é um erro fatal, é um não <i>feet</i> com o sócio responsável, então, cara, pode ter atração que ele quiser, mas se não for uma pessoa que a gente gostaria de ser sócio dele, a gente deixa para lá e vida que segue.
XX)	Está no estágio muito inicial, precisa desenvolver, precisa validar

Fonte: Elaborado pelo Autor (2022).

Algumas *startups* não passam em determinados critérios decisivos no processo de seleção para investimento, como informado no quadro 11. As demais, de forma unanime todos os respondentes afirmaram que normalmente ocorre modo de espera

de muitas empresas inovadoras, uma vez que a rodada de investimento ocorre de forma ligeira e nem sempre há informações suficiente para responder os questionamentos dos fundos, dessa forma essas *startups* ficam em modo de espera, enviando relatórios que variam mensal, trimestral e até semestralmente dependendo de cada situação.

Após o processo de seleção as empresas selecionadas passam por determinadas etapas de análises de validações, até chegar ao acordo final de investimento. Como mencionado pelo respondente V a seguir:

É a primeira coisa que a gente faz. É uma coisa que a gente chama de plano de 100 dias. Então a gente cria em conjunto com a *startup*. É um plano para os primeiros 100 dias, ou seja, até entrando dinheiro na empresa. Existem coisas urgentes a serem feitas. E gente organiza junto com o time. É essa, a gente organiza isso. Contratações então vamos lá, contratação que precisa fazer. Então se lista lá tudo que tem que fazer de contratação a tecnologia. O que que tem que fazer de tecnologia. A gente mistura tudo que tem que fazer, tecnologia, marketing, né. O que que tem que mudar na área de marketing. Na área de vendas. E a gente vai acompanhando semanalmente isso, né. Durante os 3 meses trabalhando junto com a *startup* para que efetivamente conseguiu cumprir aquele plano de 100 dias. Esse plano de 100 dias nada mais é do que simplesmente organizar uma organização do pensamento de um, de um grupo de empreendedores que está alucinado, não é? E tudo é prioridade, então a gente acaba ajudando nas prioridades. E o que a gente vê que depois dos 100 dias, a *startup* realmente é tão mais estruturada. Elas saem do outro lado, normalmente, com a reta de crescimento apontada para cima. (Respondente V).

De forma geral, não existe uma ordem pré-definida, pois cada investidor segue sua tese. No entanto, o que podemos observar durante as entrevistas é que após selecionada a empresa em uma rodada, suas análises podem durar cerca de 100 dias. Iniciando com a *Team Sheet*, a folha de termos das responsabilidades da *startup* e do investidor, seguindo das diligências financeira, tributária, trabalhista e previdenciária. Durante esse período já existe um comitê de suporte para a *startup*

selecionada, que poderá ser um grupo de e-mail, ou *whatsapp*, que auxiliará a empresa nas suas tarefas mais urgentes. Sendo assim, estando as etapas anteriores estabelecidas, assina-se o documento definitivo de investimento, reconhecida como *deal* por este mercado de investimentos.

4.2.3 Percepções dos Métodos de Avaliação por Estágio

Como citado por alguns respondentes a rede de contatos dentre os fundos auxiliam nessa troca de informações para entenderem em conjunto o comportamento dos outros fundos, conforme dito pelo respondente I.

Vou dizer que é mais uma prática é que nós fomos aprendendo ao longo dos anos. É também com outros, com outras gestoras, né. É, existe uma troca muito grande, né. Dentro do mercado de *Venture Capital*, né. Então hoje a gente conversa com todos ou quase todos os *Venture* capitalistas no mercado e sempre tentamos trocar melhores práticas, né. Tentamos entender quais são as boas práticas que outros disseram. (Respondente I).

O *early stage*, corresponde aos estágios de *pré seed*, *seed* e série A. Estes primeiros estágios do ciclo de vida organizacional da *startup* ocorrem nos anos iniciais da empresa, esta que não tem base histórica e está iniciando seus processos, nos estágios *pré seed* e *seed*. (SARFATI, 2018). Para estes estágios o método de avaliação mais utilizado pelos fundos é múltiplo de mercado, das respostas das entrevistas apenas 2 utilizam métodos adaptados, como planilhas com a aplicação da literatura internacional para as empresas em estágios iniciais. De acordo com o respondente III,

E a gente foi formando os nossos processos, muito com literatura de fora. Muito mesmo. A gente tem muitos livros que são referência para a gente e também com aprendizado. Nós, ao longo de todos esses anos, vendo coisas dando certo e quando as coisas dão errado. Nessa questão, por exemplo, que você comentou que é um dos critérios que alguém te chama lá da validação aqui na passada de avaliação de faturamento, qual que é o múltiplo. A gente pode alcançar um, investir

naquela empresa, então a gente constrói uma série de cenários baseados em projeções, nessas projeções que o empreendedor manda. Para que a gente vá dando um bônus em relação à crescimento que essa empresa já alcançou e pretende alcançar para determinar qual vai ser o nosso múltiplo de saída. (Respondente III).

O respondente VII, afirma são “combos”, de informações utilizadas para fazer a avaliação.

O múltiplo a maioria das vezes é um monte de índices, acaba sendo um quase sempre é múltiplo de receita. Para a gente, eu acho que é o que vale, sabe. Então a gente pega alguns combos internacionais e nacionais também. Se possível, entende qual é o múltiplo que a gente aplica esse daqui é, sei lá, é 20 vezes de 60, 15×16 . Entendeu? Mas, tem umas empresas que *inputs* e não tem um componente tão tecnológico. Você vai pagar 5 meses de receita. (Respondente VII).

A partir da série A em diante, verifica-se empresas que já construíram seu produto mínimo viável (MVP) e este já está validado. Desta forma, para as séries A, B e C já é possível fazer a avaliação pelo fluxo de caixa descontado (DFC), além da métrica de avaliação por múltiplos, como os fundos participam de mais de um estágio para investimentos nas empresas, eles também se utilizam de mais de uma métrica de avaliação, empresas. Como podemos observar o respondente XVIII.

Eu vi no mercado de mais tradicional de *Prive Equity*, lá sim, a gente usa faz DCF a gente faz um múltiplo de saída e por aí vai. Mas a gente viu que assim o mercado de *Venture Capital* ele é tão, mas assim é tão difícil de prever o futuro, porque ele sabe que do nosso portfólio vai quebrar outros 30% ou mais ou menos 20% vão dar muito certo. (Respondente XVIII).

Já o respondente XI, afirma que não utilizam a DCF para o estágio que atuam, pré-semente e semente:

Fazemos uma análise de sensibilidade para entender, mas no final das contas é muito quanto a gente já tem de participação da empresa e o

quanto de dinheiro, assim de forma transgressiva é muito mais uma conta de chegada. A gente vê se faz sentido ou não tem um elemento muito importante que do ano passado para esse ano mudou pra caramba, que é o mercado em que sim, tem algum mercado externo superaquecido é uma rodada competitiva tem vários fundos querendo liderar o valor que vai ficar mais caro é natural, é oferta e demanda então, e não usamos, à DCF não, não usamos essas metodologias né pra gente não tem aplicação assim no nosso dia a dia. (Respondente XI).

Como dito pelo respondente XI: “é mais uma conta de chegada”. Ele afirma que é mais uma projeção do que uma análise em si, e às vezes há alguns comparativos de acordo com as informações que recebem.

Com base nas respostas das entrevistas, criamos o quadro 12, disposto a seguir:

Quadro 12 - Método de avaliação por estágio

	<u>Estágios</u>	<u>Rodadas</u>	<u>Avaliação</u>
<i>Early Stage</i>	<i>Pré Seed</i>	100 mil a 1 M	Múltiplo
<i>Early Stage</i>	<i>Seed</i>	700 mil a 2 M	Múltiplo
<i>Early Stage</i>	Série A	2 a 20 M	DCF + Múltiplo
<i>Late Stage</i>	Série B	30 a 60M	DCF + Múltiplo
<i>Late Stage</i>	Série C+	60M +	DCF + Múltiplo

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

No quadro 12 podemos observar que para os estágios de *pré seed* e *seed*, os fundos que se utilizam de métricas de avaliação utilizam os múltiplos, buscando a proximidade por pares, como mencionado pelos autores Damodaran, (2011) e Silva; Rosa; Ribeiro, (2021). Já as startups que estão com o produto validado, possuem receita, já está performando é possível utilizar a métrica de fluxo de caixa descontado.

Na pergunta 10 das entrevistas, indagado quais os principais conjuntos de informações são utilizados para avaliação das *startups*., Além das características, pontuais de time, produto e mercado já mencionando anteriormente, as análises setoriais para verificar o desenvolvimento das startups é averiguado também, sendo a receita um ponto de partida como informado pelo respondente I.

Quando a gente quer de alguma forma forçar a barra, a gente pega a receita dos últimos 3 meses, então eu pegaria de janeiro a março,

analisaria. Essa receita é multiplicada por 4, e obviamente vai ser maior do que a de 2021 e aplicaria novamente. (Respondente I).

O respondente III, afirma observar todos os setores possíveis para avaliar as startups:

Então toda essa coisa que eu te falei do mercado de entender o tamanho do mercado. É entender quais são os principais público-alvo daquela empresa. Qual é o crescimento desse setor, no qual vamos dizer assim, quente, aquela tecnologia que ela está trazendo ou propondo isso tudo. E a gente espera receber algumas ideias do empreendedor em relação a isso, né. Primeiro como ele validou o problema dele, com quem ele conversou com interesse do *feedback* dos clientes dele, então aí entra nessa parte que eu te falei de usuário. A gente faz toda essa pesquisa de mercado e a gente começa a buscar dele ele *feedback* dos clientes, conversa com os clientes para gente ter essa dimensão e a gente espera que o empreendedor dê essa abertura para a gente depois. Muitas vezes também tenta utilizar a tecnologia dele ou ver ela funcionando de algum modo, (...) A gente avalia a relação deles, a gente avalia uma questão também de postura e maturidade, que é uma coisa que a gente vai construindo ao longo do tempo, né. Com os contatos que a gente tem com ele, a gente avalia também o próprio *networking* dele. Se ele está trabalhando num setor que ele já veio. Tá empreendendo no setor no qual já trabalhou ou quanto que está vindo trazer esse *network* para ajudá-lo. A gente depois começa a avaliar a parte mais financeira que essa questão de receber, projeções de crescimento e faturamento. Onde a gente vai pegar essa informação que ele está imaginando para o negócio dele e comparar com uma informação de crescimento que normalmente, vê em negócios de startups em estágio inicial, desenvolvimento de base tecnológica, né. (Respondente III).

O respondente IV, diz que o time e os fundadores são a base inicial para a avaliação.

É desde o *tracker* do time e de quem são os fundadores. Até diligência com o cliente, então ligar a validar se realmente o produto é bom, o

cliente está gostando. Fazer a análise de *compliance* a gente tem que ver tudo, você vai ser sócio de uma empresa, você não pode deixar nenhuma ponta em aberto. Quanto mais pontas em aberto está deixando, mais risco você está trazendo para sua operação e no fundo, se você não vê performance, a empresa não performa, você não performa e aí acabou tudo, né. Então, a ideia é realmente lógica. Algumas informações vão ser mais importantes, que é a questão do time, do mercado, de como a operação está se estruturando, quantos clientes tem. (Respondente IV)

O respondente IX, foi pontual nas informações que são levadas em consideração para se avaliar as *startups* além das métricas.

A qualidade do time, estágio do negócio, geração, faturamento, validação e tamanho de mercado. É óbvio que tem um negócio que cada vez se torna mais importante é que ia muito lá fora. (...) normalmente tem uma estratégia que ele planta, mais interesse do que cabe. Então é uma rodada de 4 e chega a 10. Outro fator nessa questão é o empreendedor que quer inflacionar a empresa e tem talento para isso e consegue gerar mais interesse. (Respondente IX).

Diante dos dados expostos, para cada estágio do ciclo de vida que a *startup* se encontra existe uma possibilidade de avaliação, sendo para as séries iniciais, pré-semente e série a aplicação da avaliação por múltiplos, e a partir da série a em diante é adicionado a DCF, pois entende-se que empresas nesses estágios já performaram e tem histórico suficiente para se fazer uma projeção. Além disso, quando ao conjunto de informações levados em consideração para se fazer a avaliação das *startups*, novamente time e mercado são os principais critérios, junto a fundadores, estágio, mercado.

Após os dados coletados através das entrevistas, damos início a seção 4.3, onde foi efetuado a triangulação dos dados coletados e analisados em conjunto para este estudo.

4.3 Triangulação dos Dados Coletados

4.3.1 Ciclo de Vida Organizacional com Dados Triangulados

Por meio da triangulação de dados foi possível analisar que as plataformas especializadas como *Crunchbase*, Distrito e LAVCA, informam o estágio exato em que a *startup* estava uma vez que ocorreu o acordo para investimento. Essas informações variam nas plataformas de acordo com a tese de cada investidor.

Ao averiguar os sites das empresas, percebemos que os fundos que possuem a tese de investimento mais delimitada em relação ao estágio de investimento e ou perfil das *startups* que buscam, conforme a exposição no site da empresa. Enquanto as plataformas de investimento buscam elencar os investimentos que ocorreram de acordo com as rodadas para efeito histórico deste mercado bem como para futuras análises, os sites das empresas de investimentos e fundos de maior participação no mercado de *Venture Capital*, possuem essa delimitação mais clara, e alinhada em relação a sua tese.

Durante as entrevistas, os respondentes afirmaram os estágios que sua empresa costumava selecionar *startups* para investir, o que variou de *pré seed* até série A. E que foi confirmado com as informações presentes nas plataformas e sites das empresas.

Bem como as características mencionado por Paschen, (2017) onde os estágios iniciais do ciclo de vida de uma empresa, proporcionam maiores riscos e também maiores ganhos. Assim, como nos estágios de *pré startup* e *startup*, na literatura de Paschen (2017), nos estágios *pré seed* e *seed* são os estágios mais propícios a receberem investimentos na modalidade de *Venture Capital*.

4.3.2 Investimentos por *Venture Capital* com Dados Triangulados

Na análise triangulada desta seção, verificamos que os sites das empresas foram bastante esclarecedores na modalidade de investimento que participam, bem como as plataformas que fornecem essa informação de acordo com o cadastro dos fundos e os acordos que estão fechando.

Além disso, durante as entrevistas foi possível compreender as etapas para que ocorra o investimento por *Venture Capital*, normalmente ocorre o levantamento

de capital para a formação de fundo junto de um grupo de fundos, para então irem em busca de empresas *scale-up*, de crescimento escalável e acelerado, um dos princípios básicos do *Venture Capital* é que esse aporte sirva de suporte para alavancar o crescimento das empresas investidas, seja por meio da criação de empregos, ampliação, competitividade dentre outros. Após o acordo fechado, estes fundos e fundos auxiliam na gestão da empresa, com mentorias, participando de conselhos e promovendo conexões na rede de outras empresas que já passaram por essa experiência. O intuito é que essas etapas, as empresas consolidadas passem por futuras rodadas de investimento até que ocorra a saída do investimento para o investidor por aquisição ou IPO (*initial public offering*), oferta pública inicial. (GOMPERS, P. A. *et al.*, 2020; GOMPERS, P.; LERNER, 2001; SARFATI, 2018).

Através de características de seleção, critérios de eliminação que os entrevistados descreveram é possível notar uma proximidade das informações já anunciadas anteriormente nos sites e até mesmo perceptível pelos últimos investimentos efetuados nas plataformas de investimento, como segmento, estágio, rodadas que já investiu e região, são algumas das informações. Sendo predominantemente o mercado, time e produto fatores cruciais para a seleção nesta modalidade de investimento.

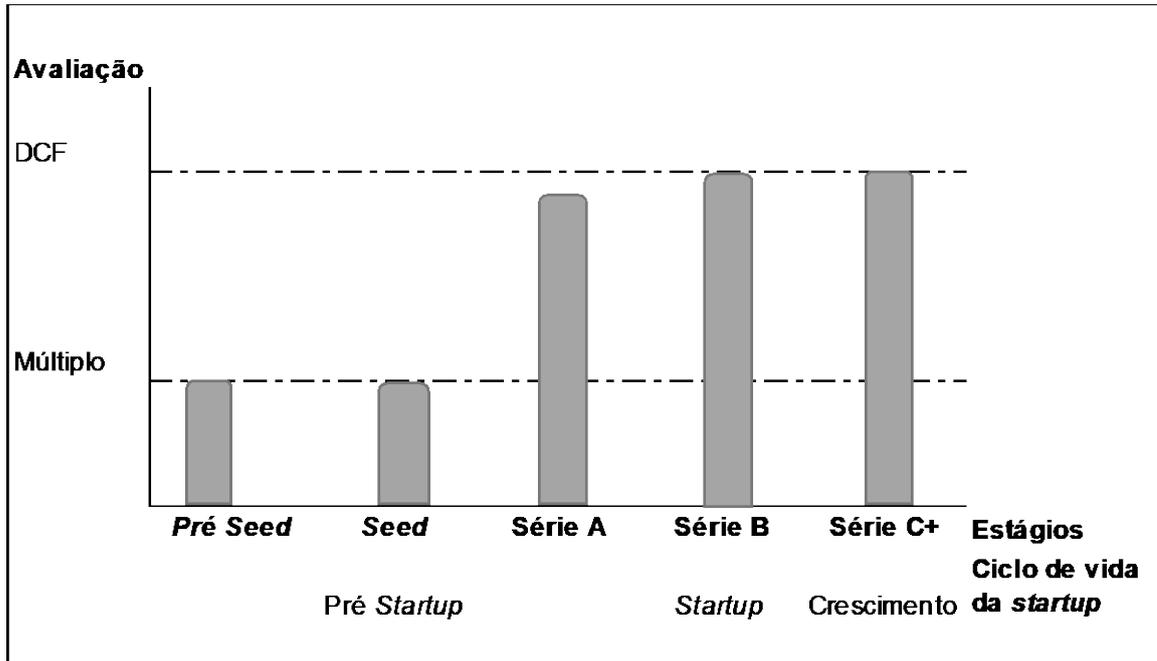
Efetivando as características anteriormente vistas pelo autor Gompers *et al.* (2016), em relação a estrutura de *Venture Capital* no Brasil.

4.3.3 Avaliação por Estágio com Dados Triangulados

Na triangulação de dados desta subdivisão, foi possível verificar os estágios que as empresas investiram, e as rodadas que participaram através dos *websites* de investimento, bem como as rodadas que os acordos ocorreram. Conforme já mencionado no quadro 9 anteriormente os estágios que as empresas optam por investir nos estágios pré *seed* e *seed*, e no quadro 10 as rodadas que participam de acordo com os estágios.

Desta forma, com base nos dados coletamos adequamos as informações coletadas no gráfico 4 a seguir:

Gráfico 4 – Triangulação de dados



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

No gráfico 4, observamos o momento em que os estágios das empresas e basicamente correspondem as métricas de avaliação conforme mencionado pelos respondentes, juntamente com o ciclo de vida das startups que estão mais propensas a seleção de investimento por *Venture Capital*, bem como a rodada de investimento mais adequada para cada estágio, métrica de avaliação e ciclo de vida organizacional.

5 DISCUSSÃO

Após as análises dos dados coletados e triangulados, tem se a discussão geral quanto aos critérios utilizados pelos pelos fundos de *Venture Capital* ao avaliarem e selecionarem empresas em diferentes estágios do ciclo de vida organizacional para investimentos.

Nas análises dos dados coletados, foi possível observar que os fundos estão em busca de uma adaptação em relação ao comportamento de mercado, seja pela fonte de dados ou por experiências pertinentes. Durante a coleta de dados foi observado que os fundos possuem uma rede de contatos, um *networking* entre si, que é o que sustenta a informação não oficial das startups que estão presentes nas rodadas de investimento. Pois foi desta forma, que recebemos indicações de respondentes, pois muitos fundos não possuem nem telefone de contato, apenas um e-mail geral para as *startups* enviarem suas apresentações. E foi neste formato que recebemos 2 voluntários dispostos a participar desta pesquisa, com interesse em receber o resultado, conforme eles afirmaram.

Neste cenário, temos muitas empresas novas que estão iniciando no mercado de empreendedorismo, e que buscam além de capital para seus projetos empreendedores, mentores experientes no seu segmento, que pode complementar nas áreas que necessita para alcançar os próximos estágios do ciclo de vida. Essas empresas sendo do *early stage*, *pré seed*, *seed* e *série A*, são empresas mais propensas conforme apresentado nas análises a receber investimentos na modalidade de *Venture Capital*, por se tratar de empresas que ainda podem crescer muito em escalabilidade, que pode dar sequência a outro fundo de investimento do estágio seguinte. Muitas indicações por parte dessas redes de contatos surgem neste formato.

A modalidade de *Venture Capital*, cresceu muito nos últimos anos no Brasil, mas ainda é muito jovem em relação a formalidade que este meio atua, não existindo uma legislação pertinente ao valor limite por estágio nas rodadas de investimento. O que faz com que o investidor busque seus próprios critérios com bases, nos outros fundos de investimento, como estabelecido na maioria deles, mercado, time e produto, como principais critérios de seleção e características de investimentos por *Venture Capital*, que utilizam como base no conjunto de informações para se avaliar uma *startup*.

Portanto, neste seguindo neste formato a avaliação das empresas investidas, seguem o mesmo fluxo, obtendo tentativas métricas por múltiplos, na busca para se chegar a números que lhes tragam alguma resposta, em comparação com o mercado do mesmo segmento e comportamento dele, e fluxo de caixa descontado para *startups* mais maduras, com históricos para possível estimativa de provisão de cálculo dos próximos anos.

Logo, a modalidade de investimentos por *Venture Capital* com os critérios apontados desta pesquisa, está no seu pleno desenvolvimento. Com base em experiências de mercado, networking e informações de acordo com as percepções dos investidores, e que ainda terá muito a desenvolver e contribuir para pesquisas futuras.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

6.1 Conclusões

O objetivo desta pesquisa foi identificar os critérios e métodos de avaliação de acordo com os fundos de *Venture Capital*, levando em consideração os estágios de ciclo de vida organizacional para selecionarem as empresas investidas, levando em conta os investimentos que ocorreram por esta modalidade de investimento de setembro de 2021 a fevereiro de 2022 no Brasil. Ao longo desta dissertação foram apresentadas as revisões de literatura, bem como estudos do setor que serviram como base para reflexão as análises aplicadas nesta pesquisa.

Desta forma para atingir os objetivos propostos neste estudo, se fez o uso da plataforma de investimentos *Crunchbase*, para extração da população que seria analisada. E em adicional, se fez o uso das plataformas Distrito Dataminer e Lavca, a fim de complemento e efeitos comparativos, pois ambas estão em constante atualização e fazem estudo do mercado de *Venture Capital*. Com os dados provenientes da *Crunchbase*, foram tabelados e analisados, pois a partir destes dados surgiu o roteiro de entrevista semiestruturada, que consta no Apêndice A, que seria aplicada na população selecionada.

A partir dos dados da *Crunchbase* e o sites das empresas da amostra, é possível afirmar que o estágio que as empresas mais recebem investimento por *Venture Capital* é o estágio *seed*, este foi corroborado pelas entrevistas, que afirmaram seus critérios de seleção principais sendo, mercado, time e produto. Ou seja, uma empresa formada, com uma estrutura inicial, mas com um excelente mercado e um time preparado, com um produto validado é o que possui grande chance que conseguir um investimento por *Venture Capital*. Isso foi consolidado nas entrevistas. Pois, a empresa passa a ter mais visibilidade após o aporte de *Venture Capital*. (NASCIMENTO; CHEROBIM; MENDONÇA, 2019).

Há ainda uma série de fatores incentivadores que influencia no processo de seleção, e que independe dos empreendedores, por se tratar de fatores em relação ao mercado, como a taxa básica de juros baixa, o momento do mercado com liquidez, o aporte de grandes fundos de *Venture Capital* internacionais, investimentos de grandes corporações, os *corporate Venture Capital*, e o nível atual do empreendedor brasileiro.

A pesquisa do autor Alexandre (2020), sobre: “Análises de Fatores Críticos na Tomada de Decisão de gestores de Venture Capital Quanto a Investimentos no Mercado Brasileiro”, reforça a relevância e destaca o perfil do empreendedor, o modelo e plano de negócio, o mercado, distribuição societária, análises financeiras, governança corporativa, risco regulatório e investimento em CAPEX. (COSTA, 2020).

Quanto as rodadas, que mais recebem investimento são as que estão na série *seed*, pois os fundos optam por investir em mais empresas e ter uma variação maior em seus investimentos, pois a maioria dos fundos são agnósticos em relação aos segmentos, mas deixam claro que ter a tecnologia própria é importante. (NASCIMENTO; CHEROBIM; MENDONÇA, 2019). Respondendo assim nosso objetivo específico a.

Já as avaliações das empresas, praticamente para todo *early stage*, é feito comparativos por múltiplos, basicamente o de receita e de mercado são os mais utilizados, como mencionado pelos respondentes II e VII, em conjunto com mais métodos adaptados. Os fundos fazem uma interpretação de acordo com o seu entendimento em relação a aplicação dos métodos de avaliação e se utilizam do que acreditam ser o ideal para projetar a avaliação das *startups*, já na expectativa de um cálculo de chegada, não necessariamente o que a literatura menciona de forma clara, quanto aos riscos de se avaliar em empresas extremamente jovens. Desta forma, verifica-se um possível conflito na ordem teórica na realidade estudada. (NASCIMENTO; CHEROBIM; MENDONÇA, 2019).

Para alguns fundos possuem algum objeto de avaliação mais híbrido, com informações da literatura em conjunto com o que consideram relevante, em conjunto com o time e mercado, no entanto essas informações não foram informadas nesta pesquisa. O que agrega muito é a rede de contato entre os fundos para a troca de informações a respeito do mercado, essa que foi informada durante a entrevista por pelo menos 3 respondentes, os contatos de outras empresas que trocam informações, auxiliando assim nos processos de avaliação e comportamento de mercado. Esse tipo de troca de informação parece transmitir mais segurança aos fundos do que a aplicação das teorias existentes.

O estudo de Nascimento, Cherobim e Mendonça (2019), afirma que é possível verificar empresas aportadas pelos fundos de *Venture Capital* apresentam predisposição elevada para atuar no desenvolvimento de novos produtos e/ou serviços, atuação em novos segmentos de mercado, busca de novos consumidores,

entre outros. Bem como na melhoria de qualidade, redução de custos, automação das operações, satisfação dos clientes. E que ao longo das entrevistas semiestruturadas que compuseram observaram que os principais elementos na atuação dos fundos de *Venture Capital* referem-se a aspectos voltados ao estabelecimento de planos de ação e controle. (NASCIMENTO; CHEROBIM; MENDONÇA, 2019)

Ficou claro que apenas para empresas em estágios mais avançados, a partir da série b ou c é utilizado o método DCF, basicamente empresas de *private equity*, atendendo ao objetivo específico b desta pesquisa.

Por fim, estes estudos, objetivou não só contribuir para o meio acadêmico que está em constante evolução se tratando de *Venture Capital*, mas contribuir para o mercado de investimentos que ainda não há uma legislação pré-estabelecida e se utiliza de boas práticas para o melhor desenvolvimento. E que busca por padrões de comportamento como forma de entendimento se estão dentro do comportamento natural do mercado de investimentos assim como os demais fundos.

6.2 Recomendações de Estudos Futuros

Para enriquecimento e ampliação do entendimento sobre este tema, sugerimos algumas recomendações para estudos futuros.

No roteiro de entrevista semiestrutura, Apêndice A, a última pergunta era sobre contribuições de assuntos considerados relevantes pelos respondentes e que não havia sido citada anteriormente. E neste momento três pontos citados, foram considerados importantes pelo pesquisados a fim de entender melhor o comportamento e o direcionamento deste mercado. O primeiro é o acompanhamento, o suporte destes fundos, até que momento de fato contribui para o crescimento e expansão destas *startups* investidas. O segundo a previsão futura destas empresas que recebem estes investimentos, se de fato conseguem se estabelecer no mercado ou não conseguem se adaptar. E o terceiro como é formado o conselho destas empresas, a partir do investimento é criado um grupo, como se fosse um pequeno conselho a fim de direcionar trabalhos prioritários para atender as necessidades emergenciais das *startups*, neste caso, como é criado e quais são as principais necessidades emergências das empresas que falham em suporte nos anos iniciais de sua existência.

Portanto, estudos que possam contribuir para a compreensão deste mercado que movimenta milhões anualmente, mais que ainda executa boa parte de suas atividades com suportes sem premissas ou apenas de experiências históricas.

REFERÊNCIAS

- ABVCAP. **Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e Venture Capital**. [S. l.], 2018. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2021.
- ABVCAP. **Sobre o setor: Capital empreendedor**. [S. l.], 2019. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>.
- AKKAYA, Murat. Startup Valuation. *In*: [S. l.: s. n.], 2020. p. 137–156. Disponível em: <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-1086-5.ch008>
- ALVES, André Luís Centofante *et al.* VALUATION: a origem e os métodos de avaliação de empresas, com ênfase no modelo de múltiplos. **Diálogos em Contabilidade: Teoria e Prática**, [s. l.], v. 7, n. 1, 2020. Disponível em: <http://periodicos.unifacef.com.br/index.php/dialogoscont/article/view/1991>. Acesso em: 31 ago. 2022.
- ANASTASIO, Laura E. Valuation of Intangible Assets. *In*: FINANCIAL VALUATION. Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons, Inc., 2020. p. 895–974. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/9781119205517.ch21>
- ANBIMA. Os Gestores De Private Equity E Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa Das Investidas? Evidências Das Empresas Estreantes Na Bovespa. [s. l.], p. 1–144, 2013.
- BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. 70. ed. [S. l.]: Impressão e Acabamento Forma Certa, Janeiro, 2021.
- BATISTA, Guilherme. **7 principais fundos de venture capital no Brasil**. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://distrito.me/blog/principais-fundos-de-venture-capital-no-brasil/>. Acesso em: 22 maio 2022.
- BOTELLO VELASCO, T.; GONZÁLEZ-BUENO, J. Startup business valuation: a state-of-the-art review. **Finance, Markets and Valuation**, [s. l.], v. 6, n. 2, p. 55–69, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.46503/KIVX7475>
- BRITTO JÚNIOR, Álvaro Francisco de; FERES JÚNIOR, Nazir. A utilização da técnica da entrevista em trabalhos científicos. **Evidência**, [s. l.], v. 7, n. 7, p. 237–250, 2011.
- CAVALCANTI, Joyce Mariella Medeiros. Ativos intangíveis e geração de valor na Nova Economia. **Revista Mineira de Contabilidade**, [s. l.], v. 23, n. 1, p. 4–8, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.51320/rmc.v23i1.1406>
- CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. **The Fintech Book**. [S. l.: s. n.], 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.16309/j.cnki.issn.1007-1776.2003.03.004>
- COELHO, Bruno França Pádua; SOUZA, Antonio Artur de; BARBOSA, Déborah Mara Siade. Fatores Críticos para Seleção de ENBT'S por Fundos de Venture capital no

Brasil. **Caderno Profissional de Administração -UNIMEP**, [s. l.], v. 6, p. 87–107, 2016.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração [recurso eletrônico]**. 10.eded. Porto Alegre: [s. n.], 2016.

COSTA, Alexandre Machado da. **Análises de Fatores Críticos na Tomada de Decisão de Gestores de Venture Capital Quanto a Investimentos no Mercado Brasileiro**. 122 f. 2020. Dissertação (mestrado) - Universidade do Vale do Rio dos SinosPorto Alegre, 2020. Disponível em: <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/9202>

CRUNCHBASE. [S. l.], 2021. Disponível em: <https://www.crunchbase.com/discover/principal.investors/5b96fd70c4b0fd9558e1b12509e2b44c>. Acesso em: 28 out. 2021.

DA RIN, Marco; HELLMANN, Thomas F.; PURI, Manju. A Survey of Venture Capital Research. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], v. 2, n. Elsevier, p. 573–648, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1942821>

DAI, Narisa Tianjing; FREE, Clinton; GENDRON, Yves. Interview-based research in accounting 2000–2014: Informal norms, translation and vibrancy. **Management Accounting Research**, [s. l.], v. 42, n. June 2018, p. 26–38, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.mar.2018.06.002>

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007**. [S. l.: s. n.], 2007.

DAMODARAN, Aswath. **RELATIVE VALUATION**. [S. l.], 2002. Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/multiples.pdf>. Acesso em: 19 set. 2021.

DAMODARAN, Aswath. The Dark Side of Valuation: Firms with No Earnings, No History and No Comparables. **NYU Working Paper**, [s. l.], p. 1–54, 1999.

DAMODARAN, Aswath. **The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit**. [S. l.: s. n.], 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: [s. n.], 2012a.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: [s. n.], 2012b.

DAMODARAN, Aswath; STERN. Valuing Young , Start-up and Growth Companies : Estimation Issues and Valuation Challenges Aswath Damodaran Stern School of Business , New York University Valuing Young , Start-up and Growth Companies : Estimation Issues and Valuation Challenges. [s. l.], n. May, p. 1–67, 2009.

DATAMINER, Distrito. **Inside Venture Capital Brasil Wrap Up 2020: Análises e**

estatísticas sobre investimentos e eventos de liquidez em startups. [S. l.: s. n.], 2020.

DATAMINER, Distrito. **Inside Venture Capital Report.** [S. l.: s. n.], 2021. Disponível em: <http://www.dowjones.com/press-room/dow-jones-venturesource-4q15-china-venture-capital-report/>.

DICKINSON, Victoria. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **Accounting Review**, [s. l.], v. 86, n. 6, p. 1969–1994, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/accr-10130>

DICKINSON, Victoria; KASSA, Haimanot; SCHABERL, Philipp D. What information matters to investors at different stages of a firm's life cycle? **Advances in Accounting**, [s. l.], v. 42, n. July, p. 22–33, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.07.002>

ENDEAVOR. **Como serão as captações de fundos de Venture Capital a partir de 2020.** [S. l.], 2021. Disponível em: <https://endeavor.org.br/dinheiro/captacoes-de-fundos-de-venture-capital-na-perspectiva-de-um-investidor/>. Acesso em: 20 jun. 2021.

GALBRAITH, Jay. The stages of growth. **Journal of Business Strategy**, [s. l.], 1982.

GOMPERS, Paul *et al.* How Do Venture Capitalists Make Decisions? **NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH**, [s. l.], v. 22587, 2016. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w22587>

GOMPERS, Paul A. *et al.* How do venture capitalists make decisions? **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 135, n. 1, p. 169–190, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The venture capital revolution. **Journal of Economic Perspectives**, [s. l.], v. 15, n. 2, p. 145–168, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>

HABIB, Ahsan; HASAN, Mostafa Monzur. Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. **International Review of Financial Analysis**, [s. l.], v. 61, n. December, p. 188–201, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>

HABIB, Ahsan; MONZUR, Mostafa. Revisão Internacional de Análise Financeira Pesquisa do ciclo de vida corporativo em contabilidade , finanças e corporativo governança : uma pesquisa e orientações para pesquisas futuras ☆. [s. l.], n. xxxx, p. 1–13, 2021.

HANKS, Steven H. The Organization Life Cycle: Integrating Content and Process. **Journal of Small Business Strategy**, [s. l.], v. 1, n. 1, p. 1–12, 1990.

ILLUSTRATIVE EXAMPLE OF INTANGIBLE ASSET VALUATION SHOCKWAVE CORPORATION WORKING PARTY NO. 6'S SPECIAL SESSION ON THE TRANSFER PRICING ASPECTS OF INTANGIBLES. [S. l.], [s. d.]. Disponível em:

<https://www.oecd.org/tax/transfer-pricing/47426115.pdf>. Acesso em: 28 ago. 2022.

IMMC. **Guia de Private Equity e Venture Capital**. [S. l.], 2015. Disponível em: <http://www.idmc.org.br/wp-content/uploads/sites/72/2018/06/Guia-Private-Equity-e-Venture-Capital-IMMC.pdf>.

KAZANJIAN, Robert K. Relation of Dominant Problems to Stages of Growth in Technology-Based New Ventures. **Academy of Management Journal**, [s. l.], v. 31, n. 2, p. 257–279, 1988. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/256548>

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. Sixth Edited. [S. l.]: John Wiley & Sons, 2010.

KOTOVA, M V. The Theoretical and Methodological Basis of Startups Valuation. **Economics: Time realities**, [s. l.], v. 1, n. 11, p. 107–112, 2014.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. **European Financial Management**, [s. l.], v. 17, n. 4, p. 619–654, 2011.

MILLER, Danny; FRIESEN, Peter H. **A longitudinal study of the corporate life cycle**. [S. l.: s. n.], 1980. Disponível em: <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>

NAKAMURA, Wilson Toshiro; FORTE, Denis; AGUIAR, João Francisco de. Estudo do Processo de Tomada de Decisão de Investimentos no Mercado de Venture Capital e Private Equity sob Ótica dos Gestores de Fundos. **XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica - Anpad**, [s. l.], p. 1–16, 2006.

NASCIMENTO, THIAGO CAVALCANTE; CHEROBIM, ANA PAULA MUSSI SZABO; MENDONÇA, ANDRÉA TORRES BARROS BATINGA DE. O aporte de venture capital e a predisposição de startups brasileiras em inovar. **Cadernos EBAPE.BR**, [s. l.], v. 17, n. 4, p. 1016–1030, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1679-395174721>

NECYK, George Anthony; FREZATTI, Fábio. A contabilidade gerencial: uma perspectiva de ciclo de vida de seu desenvolvimento nas organizações. **Organizações & Sociedade**, [s. l.], v. 17, n. 55, p. 725–744, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/s1984-92302010000400008>

OVERALL, Jeffrey; WISE, Sean. An S-Curve model of the start-Up life cycle through the lens of customer development. **Journal of Private Equity**, [s. l.], v. 18, n. 2, p. 23–34, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.3905/jpe.2015.18.2.023>

PASCHEN, Jeannette. Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle. **Business Horizons**, [s. l.], v. 60, n. 2, p. 179–188, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2016.11.003>

PÓVOA, Alexandre. **Valuation [recurso eletrônico] : como precificar ações**. Rio de Janeiro: [s. n.], 2012. *E-book*.

PURI, Manju; ZARUTSKIE, Rebecca. On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. **Journal of Finance**, [s. l.], v. 67, n. 6, p.

2247–2293, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01786.x>

QU, Sandy Q.; DUMAY, John. The qualitative research interview. **Qualitative Research in Accounting and Management**, [s. l.], v. 8, n. 3, p. 238–264, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/11766091111162070>

ROSS, Stephen A. *et al.* **administração financeira**. [S. l.: s. n.], 2015.

SALAMZADEH, Aidin; KAWAMORITA KESIM, Hiroko. Startup Companies: Life Cycle and Challenges. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2628861>

SANTOS, Pedro; JUNQUEIRA, Luis Renato; SALUME, Paula Karina. VALUATION DAS STARTUPS. *In:* , 2020. **Anais do XI EGEPE - Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**. [S. l.]: ANEPEPE - Associação Nacional de Estudos em Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.14211/xi-egepe-118040>

SARFATI, GILBERTO. QUEM (E COMO) INVESTE EM STARTUPS BRASILEIRAS. **GVEXECUTIVO - Fundação Getúlio Vargas**, [s. l.], v. 17, n. 3, p. 1–5, 2018. Disponível em: <file:///Users/pamelarosa/Downloads/admin,+75674-157233-1-CE.pdf>. Acesso em: 28 out. 2021.

SEBRAE. **Capital Empreendedor: estágios de investimentos**. [S. l.: s. n.], 2015. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/capital-empreendedor-estagios-de-investimentos,464ce3796beaf410VgnVCM1000004c00210aRCRD>

SILVA, Edmilson Estevão da; KRAKAUER, Patricia Viveiros de Castro; CODA, Roberto. Empresas startups: análise do ciclo de vida a partir do modelo de Lester, Parnell e Carraher (2003). **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, [s. l.], v. 19, n. 1, p. 81–103, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5585/riae.v19i1.16790>

SILVA, Bruno da.; ROSA, Arthur Antonio Silva.; RIBEIRO, Karen Cristina de Souza. Contexto das Transformações: Um Estudo Bibliométrico das Métricas de Valuation no Brasil. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, Blumenau, v. V.15, n. nº1, p. 55–72, 2021. Disponível em: <https://rica.unibes.com.br/rica/article/view/1126/862>

SIVICKA, Ju. O. Features of valuation of startup companies. **Economic scope**, [s. l.], n. 132, p. 163–174, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.30838/P.ES.2224.240418.163.60>

VAN DE VEN, Andrew H.; HUDSON, Roger; SCHROEDER, Dean M. Designing New Business Startups: Entrepreneurial, Organizational, and Ecological Considerations. **Journal of Management**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 87–108, 1984. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/014920638401000108>

VISCONTI, Roberto Moro. FinTech Valuation. **Università Cattolica del Sacro Cuore - Department of Business Administration**, [s. l.], n. Available at SSRN 3533869, 2020a.

VISCONTI, Roberto Moro. The valuation of digital intangibles: Technology, marketing and internet. **The Valuation of Digital Intangibles: Technology, Marketing and Internet**, [s. l.], n. February, p. 1–536, 2020b. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/978-3-030-36918-7>

VISCONTI, Roberto Moro. The Valuation of Technological Startups. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], n. January 2019, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3533876>

VORST, Patrick; YOHN, Teri Lombardi. Life Cycle Models and Forecasting Growth and Profitability. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 93, n. 6, p. 357–381, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/accr-52091>

YIN, Roberto K. **Pesquisa qualitativa do início ao fim**. Porto Alegre: [s. n.], 2016.

ZIDER, Bob. How venture capital works. **IEEE Engineering Management Review**, [s. l.], v. 28, n. 2, p. 96–103, 2000. Disponível em: https://doi.org/10.1007/978-1-4842-6065-4_2

APÊNDICE A – PROTOCOLO PARA ENTREVISTA SEMIESTRUTURADA

ROTEIRO DA ENTREVISTA

Primeira Etapa: a estrutura da entrevista

1. Agradecer a oportunidade da entrevista, é o momento que o entrevistador se apresenta ao entrevistado e afirmar sua contribuição à pesquisa.
 2. Explicar o objetivo e a natureza do trabalho, falando ao entrevistado como foi selecionado.
 3. Assegurar o anonimato do entrevistado e o sigilo das respostas.
 4. O entrevistador deve solicitar autorização para gravar a entrevista, explicando o motivo da gravação.
 5. Solicitar o protocolo de coleta de dados assinado e preenchido.
 6. Explicar como será o roteiro de perguntas, esclarecendo que são perguntas abertas e que o entrevistado pode falar livremente dentro do contexto. E que se necessário, poderá o entrevistador agregar com novos questionamentos, a fim de atender o objetivo desta pesquisa.
 7. Após o roteiro de perguntas aplicado, agradecer novamente o tempo dedicado a pesquisa, lembrando do total sigilo de suas respostas.
-

Segunda Etapa: roteiro de perguntas

As entrevistas têm com prazo máximo de duração de 40 minutos, será semiestruturada e focalizada, procurando seguir a ordem e o contexto conforme as 10 perguntas abaixo que servirá de apoio ao curso das entrevistas e que poderão ser inseridas nova perguntas, com intuito de melhor responder o objeto da pesquisa.

- 1) Como sua empresa costuma selecionar Startups para investir? Em quais estágios de desenvolvimento? Por quê?
- 2) Há algum motivo específico? (Observar o estágio dos últimos investimentos de acordo com a base).
- 3) Em relação aos investimentos por *Venture Capital*, qual estágio você considera que as empresas começam a serem observadas pelo mercado de *Venture Capital* no Brasil?

- 4) Quais os principais critérios você utiliza para selecionar uma possível empresa a ser investida? Qual fase da rodada de investimentos normalmente vocês se optam por investir? (Relate sobre o processo).
- 5) Se uma empresa não for selecionada em um primeiro momento, poderá passar novamente para o processo de seleção? Por quê?
- 6) Dentre os critérios apresentados acima, qual seria decisivo? E em que situações isso acontece?
- 7) Como seria o acompanhamento até que a instituição observada chegue a um determinado estágio para ser selecionada? O que seria o determinante para isso ocorrer?
- 8) Como ocorrem os procedimentos a serem seguidos com a empresa selecionada? (Relate o processo).
- 9) Quais os métodos de avaliação são utilizados no processo de seleção?
- 10) Quais os conjuntos de informação que são utilizados neste processo de avaliação? Por quê?
- 11) Como que o estágio e a métrica de avaliação ajudam a definir o critério de tipo de investimento?
- 12) Há algum outro fator que você considera relevante, e não foi mencionado anteriormente, qual?