

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM EMPREENDEDORISMO

ADRIANNO ESNARRIAGA SERENO

Fatores de decisão em *Venture Capital*: um estudo exploratório no Brasil

SÃO PAULO

2022

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Júnior
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof.^a Dr.^a Maria Dolores Montoya Diaz
Diretora da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura
Chefe do Departamento de Administração

Prof.^a Dr.^a Graziella Maria Comini
Coordenadora do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo

ADRIANNO ESNARRIAGA SERENO

Fatores de decisão em *Venture Capital*: um estudo exploratório no Brasil

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Liliam Sanchez Carrete

Versão Corrigida

SÃO PAULO

2022

Catálogo na Publicação (CIP)
Ficha Catalográfica com dados inseridos pelo autor

Esnarriaga Sereno, Adrianno.
Fatores de decisão em Venture Capital: um estudo exploratório no Brasil
/ Adrianno Esnarriaga Sereno. - São Paulo, 2022.
131 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2022.
Orientador: Liliam Sanchez Carrete.

1. Investimentos. 2. Empreendedorismo. 3. Venture Capital. 4. Startups.
5. Fatores de decisão. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

À minha mãe, Iliane, pelo amor e carinho irrestrito, pelo estímulo constante na busca do conhecimento e apoio incondicional durante essa busca infinita.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, à Ana Claudia, minha parceira de vida, pelo incentivo em todos os momentos e por ter me dado força ao longo do desenvolvimento deste trabalho, sempre acreditando na minha competência.

À minha professora de Finanças para Empreendedorismo e orientadora, Liliam Sanchez Carrete, por ter abraçado com entusiasmo a ideia de pesquisa desde o início, encorajando-me a me desenvolver como pesquisador.

À Universidade de São Paulo e ao Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, pela oportunidade que me foi oferecida como aluno de mestrado da instituição, bem como aos professores FEA-USP, que me fizeram companhia durante a pandemia, com discussões e reflexões sobre Empreendedorismo.

À minha banca de qualificação, composta pelas professoras Andrea Minardi e Luciane Ortega, pelos *feedbacks* que propiciaram robustez ao desenvolvimento da pesquisa.

À Regina Baruki, professora que me acompanha desde o Ensino Fundamental, sempre dando a sua contribuição profissional na minha trajetória acadêmica.

A Felipe Guerra, por me fazer refletir sobre a melhor maneira de colher os dados da pesquisa e a Edson Delavia, pela cooperação na tratativa e na análise dos dados.

À professora Jane Marques, pelo aconselhamento metodológico e a Sergio Antezana, colega de turma, pelas trocas durante a construção dos nossos trabalhos.

A Luiz Guilherme Pellizzaro, amigo de muitos anos, pelo suporte desde quando o mestrado era apenas um desejo, e a Felipe Medeiros, pelo impulso na reta final.

A todos os parceiros que apoiaram a pesquisa em sua concepção e divulgação, para cativar o elo entre academia e mercado: Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, Associação Brasileira de *Startups*, Flavio Pripas, Guilherme Lima da Astella Investimentos, Mártin Lima da Indicator Capital, Cibelle Higinio da Honey Island Capital e Marcello Gonçalves e Eduardo Ponce da Domo Invest. E principalmente a todos os respondentes que contribuíram com sua experiência acerca do objeto de estudo.

Aos professores, Paul Gompers da Harvard Business School, Will Gornall da University of British Columbia (Sauder School of Business), Steven Kaplan da University of Chicago (Booth School of Business) e Ilya Strebulaev da Stanford University (Graduate School of Business) que, na qualidade de alguns dos principais nomes acadêmicos da área de Venture Capital, me inspiraram a pesquisar o tema, desde que li o artigo ‘How do venture capitalists make decisions?’, muito citado neste trabalho.

“Look for people who have lots of great questions.

*Smart people are the ones who ask the most thoughtful questions,
as opposed to thinking they have all the answers.*

Great questions are a much better indicator of future success than great answers.”

(Ray Dalio, Principles: Life and Work)

RESUMO

Com o intuito de contribuir com o ecossistema empreendedor brasileiro e gerar novos conhecimentos sistematizados para a comunidade acadêmica, a presente pesquisa investiga os fatores de decisão dos fundos de capital de risco (*Venture Capital*). Utilizando questionários respondidos por 41 VCs que participam do processo de análise das *startups* e decisão para novos investimentos, identificou-se que o time fundador, modelo de negócios e produto, bem como resistência a ameaças são os fatores mais relevantes, consistentemente com as evidências empíricas dos estudos dos Estados Unidos. Este texto contribui em termos teóricos e práticos, explorando em detalhes os critérios utilizados em suas análises de novos investimentos em *startups* de estágio inicial (*early stage*) e o peso desses critérios no processo decisório. O avanço do conhecimento acerca do processo de decisão de investimento em *startups* em estágio inicial faz-se necessário, dado que, no Brasil, essa literatura ainda é escassa. Trata-se de um tema relevante a ser investigado, devido ao impacto na economia e na geração de empregos no país, através do financiamento de negócios em estágio inicial com grande potencial de crescimento, como visto nos últimos anos.

Palavras-chave: *startups*, investimentos, empreendedorismo, capital de risco, estágio inicial, *fundraising*, unicórnios, capital semente.

ABSTRACT

The purpose of the study is to contribute to the Brazilian entrepreneurial ecosystem and to generate new systematized knowledge at the academic level, by exploring the factors that influence the venture capital funding decision-making process. According to questionnaires filled out by 41 venture capitalists who analyze startups and invest, the founding team, the business model and product, and resistance to threats are the most relevant factors, consistent with empirical evidence found in several studies from the US. A key contribution of this paper is its theoretical and practical analysis of how they make decisions about new investments in early-stage startups. The advancement of knowledge on decision-making processes regarding investments in early-stage startups is necessary, given the lack of this literature in Brazil and the impact of financing early-stage businesses with a strong growth potential of the economy and job opportunities in the country.

Keywords: startups, investments, entrepreneurship, seed capital, early stage, venture capital, fundraising, unicorns, private equity.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Ciclo de vida de um fundo de Venture Capital	31
Figura 2 – Estágios de financiamentos em VC	34
Figura 3 – Modelo de processo de decisão da atividade de investimento de VC	37
Figura 4 – Modelo das atividades do processo de decisão em Venture Capital	39
Figura 5 – Síntese dos critérios encontrados na literatura	46
Figura 6 – Exemplo de pergunta do questionário usando escala Likert.....	56
Figura 7 – Resumo das etapas da metodologia de pesquisa.....	58
Figura 8 – Número de sócios que a gestora possui.....	62
Figura 9 – Valores (em milhões de reais) sob gestão	62
Figura 10 – Estágios de investimento	63
Figura 11 – Ticket mínimo (range inferior) de investimento.....	64
Figura 12 – Ticket médio de investimento	64
Figura 13 – Ticket máximo (range superior) de investimento.....	64
Figura 14 – Tese de investimento (preferência por setor).....	66
Figura 15 – Tese de investimento (preferência por modelo de negócio específico ou tecnologia).....	67
Figura 16 – Preferência dos investidores em estágios específicos em comparação aos setores	68
Figura 17 – Como se inicia o processo de investimento em VC	69
Figura 18 – Qual etapa mais relevante a empresa avaliada se encontra	70
Figura 19 – Duração entre o primeiro contato até a apresentação ao fundo	71
Figura 20 – Duração entre o pitch até o Term Sheet.....	71
Figura 21 – Duração do processo de diligência.....	72
Figura 22 – Duração entre a negociação e a confecção dos documentos finais	72
Figura 23 – Duração entre contrato ser assinado até o aporte realizado.....	73
Figura 24 – Duração média, em visão de final, do processo de investimento de VC	73
Figura 25 – Visão de funil do processo de investimento de VC desta pesquisa	74
Figura 26 – Visão de funil do processo de investimento de VC	75
Figura 27 – Questão sobre potencial de resgate	83

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Teste de hipótese usando o IRR mediano	84
Quadro 2 – Teste inicial de prevalência	85
Quadro 3 – Teste de prevalência com maior espaço amostral.....	86

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Índices de importância relativa de H1	76
Tabela 2 – Índices de importância relativa de H2	77
Tabela 3 – Índices de importância relativa de H3	79

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AGTECHS	<i>Startups voltadas ao agronegócio</i>
CVC	<i>Corporate Venture Capital</i>
EDTECHS	<i>Startups voltadas ao setor educacional</i>
FINTECHS	<i>Startups voltadas ao setor financeiro</i>
HEALTHTECHS	<i>Startups voltadas ao setor de saúde</i>
LAVCA	<i>Association for Private Capital Investment in Latin America</i>
NVCA	<i>The National Venture Capital Association</i>
PE	<i>Private Equity</i>
VC	<i>Venture Capital</i>
VCs	<i>Gestores que atuam em fundos de Venture Capital</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	17
1.1 RELATO DA EXPERIÊNCIA	17
1.2 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	18
1.2.1 <i>As startups como novos entrantes</i>	19
1.2.2 <i>Investimentos em startups na América Latina e no Brasil</i>	20
1.2.3 <i>Funil de investimento</i>	23
1.3 QUESTÃO DE PESQUISA	24
1.4 OBJETIVOS GERAIS E ESPECÍFICOS	25
2. REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1 CAPITAL DE RISCO: <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>	27
2.2 A INDÚSTRIA DE <i>VENTURE CAPITAL</i> COMO PROPULSORA DE NOVAS EMPRESAS	28
2.3 INVESTIMENTOS POR ESTÁGIOS EM <i>STARTUPS</i>	31
2.4 MODELO DE PROCESSO DE DECISÃO CARACTERÍSTICO DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	36
2.5 FLUXO DE TRANSAÇÕES	39
2.6 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO E CLASSIFICAÇÃO NA ANÁLISE DA TRANSAÇÃO	40
3. METODOLOGIA DE PESQUISA	47
3.1 JUSTIFICATIVA	47
3.2 ESTRUTURAÇÃO DA PESQUISA	48
3.2.1 <i>Primeira Etapa</i>	48
3.2.2 <i>Segunda etapa</i>	49
3.2.3 <i>Terceira etapa</i>	50
3.2.4 <i>Quarta etapa</i>	54
3.3 MATRIZ DE AMARRAÇÃO	59
4. REALIZAÇÃO DA PESQUISA, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	61
4.1 DADOS DEMOGRÁFICOS SOBRE OS RESPONDENTES	61
4.2 FUNIL DE INVESTIMENTO DOS RESPONDENTES	69
4.2.1 <i>Duração média e tamanho do funil de investimento das gestoras</i>	70
4.2.1.1 <i>Duração média</i>	71
4.2.1.2 <i>Tamanho do funil</i>	74
4.3 ANÁLISES SOBRE CRITÉRIOS DE DECISÃO EM INVESTIMENTOS	75
4.3.1 <i>Análises das Hipóteses 1: atratividade do mercado e resistência a ameaças</i>	76
4.3.2 <i>Análise da Hipótese 2: Modelo de Negócio e/ou Produto</i>	77

4.3.3	<i>Análise da Hipótese 3: Time fundador</i>	78
4.3.4	<i>Análise da Hipótese 4: potencial de resgate</i>	82
4.3.5	<i>Análise da Hipótese 5: prevalência de critérios de importância</i>	84
4.3.5.1	<i>Teste de hipótese usando o IIR mediano</i>	84
4.3.5.2	<i>Teste utilizando técnica de reamostragem</i>	85
4.3.5.3	<i>Conclusão sobre prevalência dos critérios de importância</i>	87
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	89
	REFERÊNCIAS	93
	APÊNDICES	103

1. INTRODUÇÃO

1.1 Relato da Experiência

A partir da atuação profissional do autor em Inovação Aberta e *Corporate Venturing* em grandes corporações na América Latina, houve forte relacionamento com os diversos atores do ecossistema empreendedor, como aceleradoras de *startups*, agências públicas de fomento à Inovação, fundos de investimentos de capital de risco e universidades. O principal desses relacionamentos foi com empresas de base tecnológica em estágio inicial, as *startups*.

Inicialmente, esses relacionamentos ocorreram por meio de provas de conceitos para áreas internas corporativas, eventos e avaliação de negócios promissores para novos projetos, em busca de eficiência operacional da corporação e/ou busca por novas receitas e produtos. Durante o desenvolvimento da pesquisa, o autor realizou uma mudança de carreira, tendo atuado em *startups* de tecnologia apoiadas por fundos de capital de risco, tendo vivido a experiência de conviver com empreendedores que estavam em processo de busca de capital para continuar a investir no crescimento da empresa, em rodadas de capital semente e série A.

Parece ser uma dificuldade do empreendedor brasileiro entender, de forma clara, o processo de financiamento por estágios e como ocorre o processo de avaliação realizado pelos fundos de *Venture Capital* (doravante identificado como VC), quando busca apoio financeiro para crescer o seu negócio.

Esta pesquisa propõe-se a explorar na literatura e investigar, em campo, um tipo de conhecimento pouco difundido, conhecido apenas no ambiente interno dos fundos de investimentos de capital de risco que investem em negócios de estágio inicial. Preocupa-se principalmente em gerar conhecimento que agregue valor aos empreendedores, auxiliando-os a compreender, com maior objetividade, a relação que deverão construir com os fundos de VC, quais são os critérios considerados nas

análises do negócio e sua relevância no processo de decisão dos gestores (doravante identificados como VCs) que atuam nos fundos de *Venture Capital*.

1.2 Contextualização do tema

Uma das cinco forças identificadas por Porter (1980), denominada "Potenciais entrantes", origina estímulo à competição da indústria. Relaciona-se à ameaça envolvendo novos entrantes no mercado, trazendo novas capacidades, desejo de conquista de participação de mercado e novos recursos. Novos entrantes vêm conquistando seu espaço no atual mercado brasileiro e no mundo. Muitos deles estão sendo criados e construídos para desafiar o *status quo* daquele mercado em que se propõem a servir.

Essas novas empresas estão entrando no radar de concorrência de empresas centenárias e consolidadas como, por exemplo, o caso do Nubank que, conforme o *site* de notícia TechCrunch (2021), conta com mais de 34 milhões de clientes e foi avaliada em mais de 25 bilhões de dólares americanos. Segundo o Fintech Ranking (2020), tornou-se o maior banco digital do mundo fora da Ásia e a 6ª maior instituição financeira do Brasil, considerando o Cadastro de Clientes do Sistema Financeiro Nacional (CCS) e o Sistema de Informações de Crédito (SCR) do Banco Central (2020). Tal sucesso vem ameaçando a maneira como os bancos tradicionais vinham fazendo negócio até agora e se relacionando com clientes no Brasil, alcançando escala sem a necessidade de possuir agências físicas ou grande quadro de funcionários.

Outro exemplo dessa mudança foi o surgimento da Netflix, a empresa que levou a Blockbuster à falência. De acordo com Cole (2018), antes da Blockbuster pedir falência, recusou uma oferta da Netflix para trabalharem em conjunto, vindo a falhar no desenvolvimento de seu próprio serviço de assinatura. A mudança da demanda dos clientes por uma forma mais simples de assistir a filmes em casa impulsionou a ascensão meteórica da Netflix, ou seja, a Blockbuster, outrora dominante, fracassou porque não se adaptou às rupturas do seu setor. Assim como a Blackberry que, de acordo com a StartSe (2018), chegou a ter mais de 50% do mercado de celulares nos

Estados Unidos, em 2007, e foi surpreendida pelo lançamento do *iPhone* no mesmo ano.

Estes exemplos acima se baseiam no conceito de Inovação disruptiva, que não é novo. Christensen (1977), em seu notório livro “The Innovator’s Dilemma” já exemplificava como incumbentes dominantes falhavam em sua competição com novos entrantes no mercado de discos rígidos. À época, esse conceito era referido como “Disrupção tecnológica”. Segundo Schumpeter (1985), o processo inovador revoluciona progressivamente a estrutura econômica, destruindo incessantemente a antiga estrutura e criando uma nova, em um notável processo conhecido como destruição criativa.

1.2.1 As *startups* como novos entrantes

Atualmente, as novas empresas entrantes são as *startups*. Além de novas, já que a maioria tem poucos anos de vida, desde a sua fundação, diferenciam-se em seu modo de operar e em seu modelo de negócios. Com um time enxuto, buscam crescimento exponencial e escalabilidade, usando a tecnologia como alavanca.

Startups são definidas por Blank e Dorf (2012) como organizações temporárias, projetadas para buscar um modelo de negócios repetível e escalável. Ries (2011) sublinha que uma *startup* é uma instituição humana, projetada com o objetivo de construir novos produtos e serviços sob condições de extremas incertezas. Em consulta à StartupBase, a base de dados da Associação Brasileira de Startups (ABStartups 2020a) em 05 de junho de 2022, há 22.196 *startups* constituídas no Brasil, espalhadas por 780 cidades em todas as regiões do país e com maior concentração nas regiões Sudeste (34%) e Sul (13%). Ainda de acordo com a ABStartups (2020b), a maioria dessas empresas está em estágio de operação, adotando SaaS (*Software-as-a-Service*) ou *marketplace* como modelo de negócio.

Dentre as 22.196 no Brasil, algumas *startups* obtiveram sucesso e cresceram tanto que hoje são consideradas “unicórnios”, termo cunhado por Lee (2013), uma

conhecida investidora de startups de Palo Alto, coração do Vale do Silício, que denota empresas que foram avaliadas (preço de mercado) em US\$ 1 bilhão ou mais. O termo refere-se a um seleto grupo de empresas que, partindo do zero, chegam a atingir o astronômico valor de mercado de 1 bilhão de dólares americanos, sem abrir seu capital em bolsas de valores, passando a integrar o grupo conhecido como “Unicorn Club”. Lee esclarece que o nome é inspirado por essa criatura lendária devido à raridade dessas empresas que, por muito tempo, foram apenas um mito, mas que agora são uma realidade.

Segundo dados da plataforma de inteligência digital Crunchbase (2022), existem mais de 1.100 unicórnios no mundo, incluindo variantes como os decacórnios, empresas avaliadas em mais de 10 bilhões de dólares americanos. No Brasil, de acordo com o relatório *Corrida dos Unicórnios (2022)* do Distrito¹, existem 21 empresas com esse *status* no Brasil; um terço delas alcançou a avaliação bilionária no ano passado.

O crescimento dessas empresas tem sido tão célere, que se evidencia como um novo paradigma de competição entre empresas consolidadas (chamadas de incumbentes) e insurgentes *startups* multibilionárias orientadas para a tecnologia. Ao serem atacadas pelas crescentes *startups* de tecnologia, as empresas tradicionais devem acelerar para sobreviver, alertam Jazbec e Marchetti (2015).

1.2.2 Investimentos em *startups* na América Latina e no Brasil

De acordo com dados de 2019 e 2020, dos relatórios denominados *Review of Tech Investment in Latin America*, publicados anualmente pela *The Association for Private Capital Investment in Latin America* (LAVCA), os investimentos privados na América Latina mais que dobraram a cada ano, apenas tendo uma interrupção no crescimento em 2020, devido à pandemia da COVID-19: em 2016 foram US\$ 500 milhões, em 2017, US\$ 1.1 bilhão, em 2018, um pouco menos de US\$ 2 bilhões, e em 2019, US\$ 4.6 bilhões. Segundo atualização da própria LAVCA em 2022, usando dados da indústria, o investimento de capital de risco atingiu um recorde de US\$ 15,7 bilhões

¹ Distrito é uma plataforma com banco de dados proprietário de *startups* do Brasil produzindo inteligência, tendências, aplicações e consequências das novas tecnologias no mercado e na vida dos consumidores.

em 2021, mais do que as *startups* da região atraíram nos 10 anos anteriores e mais da metade do total de dólares de capital privado investidos em 2021.

Conforme dados do último relatório divulgado em 2020, o Brasil continua na liderança, com 50,5% dos investimentos realizados em 2019 (em 2018 o Brasil contribuiu com 55,9% dos investimentos realizados na região), sendo que o país representa apenas 32,7% da população da região América Latina.

Ainda de acordo com o referido relatório, o número torna-se mais impactante se comparado com o que foi realizado nos últimos anos no país: em 2017 foram investidos US\$ 859 milhões em 113 transações; em 2018, US\$ 1.3 bilhão em 259 transações; em 2019, US\$ 2.49 bilhões em 222 transações. 2019 foi um ano recorde de investimentos na América Latina, com US\$ 4.6 bi investidos em 440 transações. Isso demonstra como o Brasil segue avançando, em um panorama em que os empreendedores e suas *startups* estão cada vez mais qualificados para receber investimentos nos mais diversos estágios e continuar crescendo.

Segundo investimentos mapeados em Distrito Dataminer (2019), no relatório de *Venture Capital* no Brasil (p. 07), até o dia 27 de setembro de 2019, confirma-se a agitação do mercado dessa década no Brasil, com a evolução no valor médio e a mediana de rodadas. Nos últimos cinco anos, por exemplo, temos: em 2015, o valor médio da rodada, foi de 3.600.000 e o da mediana, de 645.000, ambos em US\$; em 2016, os valores foram 3.300.000 e 500.000; em 2017, foram 6.000.000 e 725.000; em 2018, 14.450.000 e 925.000; e em 2019, 31.700.000 e 1.710.000.

Leach e Melicher (2014) asseveram que o ciclo de vida do processo de financiamento inclui as seguintes fases: de desenvolvimento, de crescimento e de maturidade da empresa. Em cada uma dessas fases, dependendo do tamanho da necessidade de capital, as *startups* podem passar por várias rodadas de financiamento. O financiamento *seed*, por exemplo, ocorre na fase de desenvolvimento; as chamadas séries, como Série A, Série B, Série C, Série D e assim por diante, acontecem nas fases de crescimento e maturidade.

Ainda segundo Distrito Dataminer (2019), no relatório de *Venture Capital* (p. 11) no Brasil, a faixa de valores investidos em cada estágio, em US\$, foi de até 300.000 para investimentos anjos; até 1.000.000 para capital semente (conhecido também como *seed capital*); de 750.000 até 3.000.000 para Série A; de 5.000.000 até 20.000.000 para Série B; de 10.000.000 até 40.000.000 para Série C, e de 40.000.000 até 55.000.000 para Série D.

Mesmo que a América Latina e o Brasil tenham mostrado um crescimento acelerado nos últimos anos, o mercado brasileiro ainda está dando os seus primeiros passos. Para efeitos de comparação, em relação ao mercado de VC americano, considerado o mais maduro e antigo de VC, observa-se, no 23º relatório anual realizado em associação com o Pitchbook, divulgado em 2020 pela *National Venture Capital Association* (2020), que a indústria de capital de risco americana terminou a década mostrando sua força, com *startups* de alto potencial captando mais de 130 bilhões de dólares em financiamento. Em 2019, foi o 2º ano, desde 2015, em que mais de 10.000 empresas receberam financiamento e os fundos de capital de risco americanos terminaram o ano com 50.5 bilhões de dólares em compromissos de capital (*capital commitments*²), marcando o sexto ano consecutivo com fundos captados acima de 30 bilhões de dólares. O tamanho desses fundos continuou elevado, com mediana de 80 milhões de dólares e tamanho médio de 189 milhões de dólares.

Outro ponto relevante de maturidade do mercado americano de VC indicado no mesmo relatório é a quantidade de fundos captados pela primeira vez, número que caiu após a crise financeira de 2008, mas que tem tido um crescimento constante desde então, com 344 novos fundos captando mais de 25 bilhões de dólares de 2010 a 2019. Uma evidência disso é que em 2018 foi um ano recorde em relação a criação de novos fundos e quantidade de recursos captados para investimento, onde já no ano seguinte novos 35 fundos foram criados, captando 4 bilhões de dólares para novos investimentos.

² *Capital commitment* é o valor máximo que os investidores (*limited partners*) concordam em investir em um fundo. (NVCA)

O relatório Data Mining Retrospectiva 2021, produzido pelo Distrito (2022), em 2021, registrou que as *startups* brasileiras receberam um volume total de US\$ 9,4 bilhões em 779 transações, superior em 2,6 vezes em comparação com o ano anterior, quando aproximadamente 68% das transações foram destinadas ao estágio inicial (considerando investimentos anjo, *pré-seed* e *seed*).

Segundo a ABVCAP (2022) e a KMPG, com a consolidação de dados da indústria de PE e VC no 1º trimestre de 2022, os investimentos de VC no Brasil estão na ordem de 6,4 bilhões de reais, mostrando assim que a região segue pujante.

1.2.3 Funil de investimento

O funil de *Venture Capital* caracteriza-se pelas fases que a *startup* percorre no ciclo de captação de investimento, como se mencionou, iniciando em capital semente e passando pelas séries subsequentes.

Segundo o CB Insights (2018), o funil de *Venture Capital* evidencia a seleção natural inerente ao próprio processo. Mesmo tendo conhecimento de que a maioria das *startups* falha, nota-se a dura realidade nos dados: ao longo da jornada de financiamento das empresas, elas vão perdendo tração.

Entre os anos de 2008 e 2010, o CB Insights rastreou mais de 1.100 empresas de tecnologia que captaram rodadas de capital semente nos Estados Unidos da América. Menos da metade delas (48%) teve sucesso em captar uma nova rodada de financiamento. A cada rodada, menos empresas avançam em direção a novas rodadas de investimento e (com sorte) a resultados maiores. Apenas 15% delas captaram uma quarta rodada de financiamento, o que normalmente corresponde a uma rodada da Série C.

Gompers et al. (2020), em investigação acadêmica com respondentes vindos de fundos institucionais de VC e contatos vindos de diversas bases como VentureSource, ex-alunos do programa da Kauffman Fellowship e *National Venture Capital*

Association (NVCA), encontraram que menos que 1% das 101 empresas avaliadas obtiveram sucesso em receber o financiamento.

O Brasil tem números ainda mais expressivos, segundo relatório *Inside Venture Capital* Brasil do Distrito (2020), referente ao 1º semestre de 2020: aproximadamente 70% das *startups* brasileira falham ao captar uma rodada de Série A, próxima rodada após o capital semente (*seed*).

Em comparação com o que se nota no funil mencionado pelo CB Insights, para a captação de rodadas de financiamento nos Estados Unidos, temos um valor superior ao que temos no Brasil, mostrando um grande potencial de amadurecimento dessa indústria no país e a necessidade de financiamento ainda das *startups*.

1.3 Questão de pesquisa

Inspirado no artigo '*How do venture capitalists make decisions?*', de Gompers et al. (2020), alguns dos principais nomes da literatura na área, faz-se necessária a realização de mais estudos detalhados e sistematizados sobre a realidade brasileira, analisando o processo de decisão dos gestores dos fundos de VC que decidem investir nas empresas e apoiá-las durante a sua jornada empreendedora.

Ademais, dado o crescente volume de capital sendo investido em *startups* no Brasil, com o funil de investimentos afinando-se ao longo dos estágios de financiamentos, a questão que se propõe a responder na presente pesquisa é: quais são os principais critérios considerados pelos gestores dos principais fundos de *Venture Capital* no processo de decisão de investimentos no Brasil? E, ainda, qual a relevância de cada critério no processo?

Embora o processo de decisão de investimentos em *startups* e os critérios relevantes desse processo estejam divulgados em pesquisas em outros países, essas são questões ainda escassas na literatura da área de investimento em capital empreendedor no Brasil.

1.4 Objetivos Gerais e Específicos

O presente projeto de pesquisa tem, como objetivo geral, investigar o processo de decisão de gestores brasileiros de fundos de capital de risco (*Venture Capital*), explorando em detalhes os critérios utilizados em suas análises de novos investimentos em *startups* de estágio inicial (*early stage*) e qual o peso desses critérios no processo decisório.

Para alcançar o objetivo geral, temos os seguintes objetivos específicos:

1. Identificar os principais critérios considerados pelos gestores dos fundos de VC, em seu processo de análise de *startups* de estágio inicial (empresas que buscam financiamento para rodadas de investimento nos estágios de capital semente (*seed*, séries A e B), para a decisão sobre novos investimentos;
2. Verificar se existe prevalência entre os critérios identificados e conhecer quais fatores influenciam essa prevalência.

Como efeito indireto desta pesquisa científica, intenta-se, por meio de investigação sistemática com aplicação prática, contribuir com o avanço do conhecimento, nesse campo de estudo, acerca do processo de decisão de investimento em *startups* em estágio inicial. No Brasil, além de essa literatura ainda ser escassa, trata-se de um tema relevante a ser estudado, dado o impacto na economia e na geração de empregos no país, através do financiamento de negócios em estágio inicial com grande potencial de crescimento, como visto nos últimos anos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A falta de recursos financeiros (*ran out of cash*) é a segunda causa mais citada (29%) como responsável pelas empresas falharem na sua tentativa empreendedora, acompanhada de problemas no time como terceira principal causa (23%) e nenhuma necessidade de mercado figurando como a primeira principal causa (42%), conforme

dados analisados pelo CB Insights (2019), plataforma de inteligência e base de dados especializada em *startups*.

Romani (1997) acrescenta que uma das principais razões para a alta taxa de mortalidade das empresas brasileiras é a falta de financiamento. Andreassi e Siqueira (2006) ponderam que essa taxa é próxima de 50% nos três primeiros anos de operação e acreditam que o número seja ainda maior, devido ao número de empresas que falham em formalizar seus encerramentos devido à burocracia.

Evidências anedóticas na experiência prática mostram que, para uma *startup* conseguir acelerar seu crescimento, toda a receita gerada é utilizada em reinvestimentos na empresa, com foco em melhoria do produto, recrutamento de pessoas e *marketing*. De acordo com Bodie, Kane e Marcus (2010), as *startups* estão sujeitas a buscar empréstimos bancários e/ou de investidores que estejam propensos a realizar tal investimento, em troca de participação acionária, compartilhando decisões da empresa com os empreendedores e financiamento tipicamente recebidos por firmas de VC.

O investimento em empresas com o objetivo de apoiá-las a impulsionar seu crescimento, em troca de alguma participação no negócio, vem através de capital (de risco) injetado nas empresas, com apoio ao time de gestão para guiá-los nos passos seguintes. Os dois principais investimentos com essa característica são através de fundos formalmente constituídos de *Private Equity* e *Venture Capital*, que será o foco deste estudo.

Existem outros meios a que os empreendedores podem recorrer na busca por investimento, como, por exemplo, os investidores anjos, *crowdfunding* e *bootstrapping*. Investidores anjos são definidos por Wong, Bhatia e Freeman (2009) como indivíduos que já possuem grande patrimônio e que investem em empresas privadas e ainda pequenas (por conta própria).

O *crowdfunding* é definido por Griffin (2012) como a maneira como o empreendedor se conecta a potenciais investidores através de uma plataforma. *Bootstrapping* refere-se ao “uso de métodos para atender à necessidade de recursos sem depender de

financiamento externo de longo prazo de detentores de dívidas e/ou novos proprietários, segundo Winborg e Landström (2001, p. 1).

2.1 Capital de Risco: *Private Equity* e *Venture Capital*

Rossi (2010, p. 1) descreve que “*Private Equity* é o investimento em empresas de capital fechado que apresentam alto potencial de crescimento e cujos investidores têm por característica atuar proximamente na gestão das empresas adquiridas”. A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI (2011, p. 41) complementa:

Private Equity (PE), em sua definição estrita, refere-se a investimentos em ações (*equity investments*) de empresas não listadas em mercados públicos de valores, independentemente da estrutura societária utilizada. Em razão de sua natureza caracterizada por baixa liquidez, retornos de longo prazo, e assimetria informacional, negócios de *private equity* possuem riscos e retornos mais elevados que os tradicionais, o que os classifica na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*).

Venture Capital, para Coyle (2000), é um termo utilizado para definir o investimento utilizado em financiamento de uma *startup*, garantindo a sobrevivência, expansão ou mudança de propriedade. É caracterizado por Pu e Fang (2016) como fornecedor de apoio financeiro e habilidades de negócios para *startups* com alto potencial de crescimento e talento empreendedor para explorar oportunidades de mercado.

Gompers (1994), uma das principais referências da área de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), declara que firmas de VC financiam projetos com alto grau de risco, mas também com alto grau de recompensa, já que esses investidores se tornam sócios da empresa que estão financiando, compartilhando o sucesso se o projeto der certo e principalmente os riscos, em caso de falha. Para Gompers e Lerner (2001), tais fundos financiam esses projetos adquirindo participações acionárias (*equity*³) ou ações vinculadas a ações, enquanto as empresas ainda são empresas privadas, ou seja, de capital fechado.

³ *Equity* é a parte que cabe a cada um dos sócios de uma empresa, ou seja, o patrimônio dos acionistas, entendimento este chamado de *shareholder's equity* no mercado internacional. (Dicionário Financeiro)

De acordo com a Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity* - ABVCAP (2012, p. 01), o termo *Venture Capital* está relacionado a empreendimentos em fase inicial de desenvolvimento (*early stage*), enquanto o termo *Private Equity* (PE) caracteriza investimentos em empresas maduras e consolidadas no mercado, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios, destacando que

o investimento em *venture capital* pode ser realizado tanto por companhias de participações, gestores, através de fundos de investimentos estruturados para esta finalidade ou, ainda, por investidores individuais que disponham de capital, para investir nesta atividade. Seus principais investidores são institucionais, em especial os fundos de pensão e seguradoras. Alguns fundos requerem a adequação à definição de “investidor qualificado”, estipulado pela CVM⁴.

Sasso (2012) comenta que o principal objetivo de fundos de PE/VC é melhorar o desempenho financeiro e econômico das companhias investidas e, com isso, obter um alto retorno na liquidação do investimento, pois seus lucros advêm, principalmente, da diferença entre o valor de sua participação inicial e final na empresa investida, ou seja, o ganho de capital.

Gompers (1994), Gompers e Lerner (2001), Gompers e Lerner (2005) afirmam que, mesmo que a indústria de VC seja jovem, ela foi estabelecida em 1946, com a primeira firma designada como *American Research and Development* (ARD), fundada pelo presidente do MIT, Karl Compton, pelo professor da Harvard Business School, General Georges F., e líderes de negócios locais, que realizaram uma série de investimentos de alto risco em companhias emergentes que desenvolviam tecnologia para a segunda guerra mundial.

2.2 A indústria de *Venture Capital* como propulsora de novas empresas

As firmas de VC, segundo Sahlman (1990), levantam recursos de indivíduos e instituições para investir em negócios de estágio inicial, que oferecem um grande potencial, mas que trazem consigo grande risco. Segundo Gompers e Lerner (2001),

⁴ A Comissão de Valores Mobiliários é uma Autarquia vinculada ao Ministério da Economia, que tem o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. (CVM)

a indústria de VC tem se desenvolvido como uma importante intermediária no mercado financeiro, fornecendo capital a empresas que teriam dificuldade em atrair investimentos, sendo elas tipicamente pequenas e jovens, com alto grau de incerteza, poucos ativos tangíveis e operando em mercados que mudam rapidamente.

Gompers (1994) reforça que, mesmo que os bancos sejam uma relevante opção como fonte de financiamento para novos negócios, tais empreendedores não têm comprovações suficientes. Soma-se o fato de que essas empresas operam muitos anos com ganhos negativos, e ficam incapazes de elegibilidade a obrigações de dívida.

Kaplan e Strömberg (2001) expõem que os VCs investem em empreendedores que precisam de financiamento para custear seus projetos promissores, tendo fortes incentivos para maximizar esse valor investido, mesmo que recebam pouco ou nenhum benefício de controle da companhia. Eles são bem-sucedidos em conectar empreendedores com boas ideias de negócio, mas com pouco capital para investimento, com investidores que possuem capital sem ideias de negócios, destacando a importância da triagem pré-investimento, contratação e monitoramento, além de aconselhamento pós-investimento.

Segundo Sahlman (1990), a indústria de VC ajudou a criar muitas empresas de sucesso. Cada uma delas recebeu capital de risco no início de desenvolvimento e tornou-se pública posteriormente. Isso se sucedeu com empresas como Apple Computer, Intel, Lotus Development, Microsoft, Sun Microsystems, Compaq Computer, Teledyne, para citar apenas algumas. Gompers et al. (2020) ressaltam que, nos últimos 30 anos, a indústria de VC tem sido uma fonte significativa de financiamento para empresas inovadoras como Amazon, Apple, Facebook, Google, Netflix e outras têm tido um grande impacto nos Estados Unidos da América e na economia global.

Kaplan e Strömberg (2001) comentam que os VCs têm alcançado um notável sucesso nos últimos anos. Primeiramente, por terem se associado a muitas empresas exitosas

como Ariba, Cisco, eBay e Yahoo e, segundo, por terem gerado um substancial retorno e riqueza para seus investidores e, terceiro, porque têm captado uma considerável quantidade de dinheiro em seus fundos.

Gompers (1994) alerta que é um engano comum considerar que fundos de VC financiam apenas companhias de base tecnológica, devido ao fato de que uma grande porção de empresas que receberam esse tipo investimento são tecnológicas. Gompers e Lerner (2005) e Kupor (2019) esclarecem que empresas como Staples, Home Depot, Starbucks, Blue Bottle Coffee e Federal Express, empresas não baseadas em tecnologia, receberam investimentos vindos de fundos de VC, auxiliando o empreendedor a explorar a oportunidade de negócio. Ramalho (2010) explicita que, no Brasil, algumas das empresas inovadoras, como Submarino, Buscapé, Bematech, GOL, DASA, Lupatech, também contaram com o apoio de fundos de PE/VC.

Segundo Tyebjee e Bruno (1984), VC tem se tornado uma importante forma de financiamento para novas empresas e desempenha um papel essencial no processo empreendedor, principalmente quando essas empresas operam na fronteira de tecnologias emergentes e de novos mercados.

Gompers e Lerner (2001) avaliam que a literatura muito tem discutido sobre financiamento dessas empresas de estágio inicial e atestam que incerteza e assimetria de informações são características, particularmente em indústrias que se apoiam em alta tecnologia.

A teoria de mercados de capitais é muito bem desenvolvida em finanças e dispõe uma importante parte orientada em torno do financiamento por *equity*. Segundo Poindexter (1976), os investimentos em VC diferem em diversos aspectos importantes. Primeiramente, cita o autor, o capital de risco investido é realizado com poucas informações históricas sobre a empresa, ou seja, o investidor não pode apoiar-se em dados de performance históricas, como é o caso do mercado de ações. Outra diferença é que o investimento é feito tipicamente em empresas pequenas, e a natureza da relação entre investidor e empresa investida encerra um alto grau de envolvimento, comparado ao papel do investidor em empresas de capital aberto.

Gompers e Lerner (2001) explicam que, para entender a indústria de VC, é necessário compreender todo o ciclo (*venture cycle*) em que os investimentos são realizados. Os autores explanam que o ciclo se inicia com o levantamento de capital para o fundo, depois procede-se através do investimento em si de todo o capital nas empresas e monitoramento desses investimentos, até a sua saída em transações de sucesso, retornando o capital aos seus investidores, quando o ciclo se renova e os gestores captam novos fundos, para investir em novas empresas. Interessante salientar que os investidores desses fundos, chamados de *Limited Partners* (LPs), são normalmente fundações e fundos de pensão, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento e investidores individuais, segundo Ganzi (1998).

Essa dinâmica sobre o ciclo de investimento em VC demonstrada por Gompers e Lerner é perfeitamente ilustrada na Figura 1, extraída do relatório NVCA 2020 *Yearbook*, da *The National Venture Capital Association*.

Figura 1 – Ciclo de vida de um fundo de Venture Capital



Fonte: traduzida e elaborada pelo autor, com base em NVCA 2020 *Yearbook* da *The National Venture Capital Association*.

2.3 Investimentos por estágios em *startups*

Para custear o crescimento do negócio, há diversos tipos de financiamentos possíveis, para os distintos estágios do ciclo de vida em que uma *startup* se encontra, com diferentes quantias sendo aportadas para cada estágio, haja vista que as empresas têm necessidade de caixa ao longo do ciclo de vida, como exemplificam Hisrich, Peters e Shepherd (2009, p. 278), a respeito de diferentes tipos de financiamento.

Segundo os autores, financiamentos do estágio inicial dividem-se em dois tipos. O financiamento de capital inicial, se dá quando há necessidade de capital para testar conceitos, e financiamento para lançamento, onde há necessidade de capital para desenvolvimento de produto, *marketing* e início efetivo das operações da empresa.

Já financiamento de expansão ou desenvolvimento, podem ser de segundo estágio, há necessidade de capital para crescimento inicial, mesmo que ainda não apresente lucratividade ou fluxo de caixa; de terceiro estágio, há necessidade de capital para expansão da empresa com rápido crescimento nas vendas; e de quarto estágio, onde se dá como um financiamento-ponte para preparar a empresa para abertura de capital. Além disso, há financiamento de aquisições ou de aquisição alavancada, separados por aquisições tradicionais, onde há tomada de propriedade e controle de outra empresa; aquisições alavancadas (LBOs⁵), onde a administração de uma empresa está adquirindo o controle por meio da compra dos atuais proprietários; e fechamento de capital, onde proprietários ou administradores comprar todas as ações do mercado, tornando a empresa privada novamente.

Gompers (1995) diz que os fundos de VC costumam realizar seus financiamentos em estágios, de acordo com o desenvolvimento da empresa. Esses estágios, frisam Plummer (1987) e Sahlman (1990), são razoavelmente bem definidos. Cada estágio sucessivo está atrelado a um desenvolvimento significativo na empresa. Por exemplo, o estágio chamado de capital semente (ou *seed*, como é conhecido no mercado) é caracterizado por preceder a formação completa do time de gestão da empresa ou a conclusão de um *design* de produto ou serviço, e à medida que a empresa ganha

⁵ *Leveraged buyouts* (LBOs) é um termo utilizado para as operações de aquisições de controle acionário através de emissão de dívida (Rossi, 2010).

maturidade, tem-se a primeira receita, a introdução de um segundo produto ou uma oferta pública inicial.

Segundo Plummer (1987), citado em Sahlman (1990), o estágio de capital semente (*seed*), é uma pequena quantia de capital fornecida ao empreendedor para determinar se vale a pena a consideração da sua ideia para investimento futuro. Essa ideia pode envolver tecnologia (construção de protótipo) ou pode ser apenas uma ideia para um novo *approach* de *marketing*. Nessa fase, não há produção para vendas.

Já o estágio denominado por *startup*, os investimentos normalmente são direcionados para empresas com menos de um ano, que utilizam dinheiro para desenvolvimento de produto, teste de protótipo ou experimentos envolvendo *marketing*. Esse estágio também inclui estudo de penetração de mercado, recrutamento de posições para o time de gestão e refinamento do plano de negócio.

O 1º estágio, conhecido por estágio de desenvolvimento inicial, o investimento é executado no primeiro estágio se o protótipo parece bom o bastante e o risco técnico é considerado mínimo. Companhias de primeiro estágio normalmente não são rentáveis. No 2º estágio, já é um estágio de expansão, onde uma empresa no segundo estágio já conseguiu lançar seu produto a um número considerável de consumidores, conseguindo receber *feedback* do mercado, mesmo sem deter, ainda, o conhecimento da rapidez de sua penetração no mercado. Essa empresa provavelmente continua não sendo rentável ou com uma margem muito baixa de rentabilidade; provavelmente irá precisar de mais capital para o seu desenvolvimento.

No 3º estágio, é um estágio onde a empresa já é rentável, mas com pouco caixa. Para uma empresa de terceiro estágio, o crescimento de vendas é provavelmente rápido e já apresenta margens de lucro positivas. Contudo, para uma rápida expansão, é preciso mais capital investido do que já é gerado em fluxo de caixa. Novos investimentos de capital de risco podem ser usados para expansão. Nesse estágio, bancos podem considerar fornecer crédito. E já no 4º estágio, é um estágio de rápido crescimento em direção ao ponto de liquidez. Empresas no quarto estágio de

desenvolvimento ainda podem precisar de investimento externo para sustentar seu crescimento, mas nesse momento são estáveis o suficiente para que o risco percebido pelos investidores seja reduzido. Nesse estágio, é preferível financiamento por débito e não em troca de *equity*, para limitar a diluição.

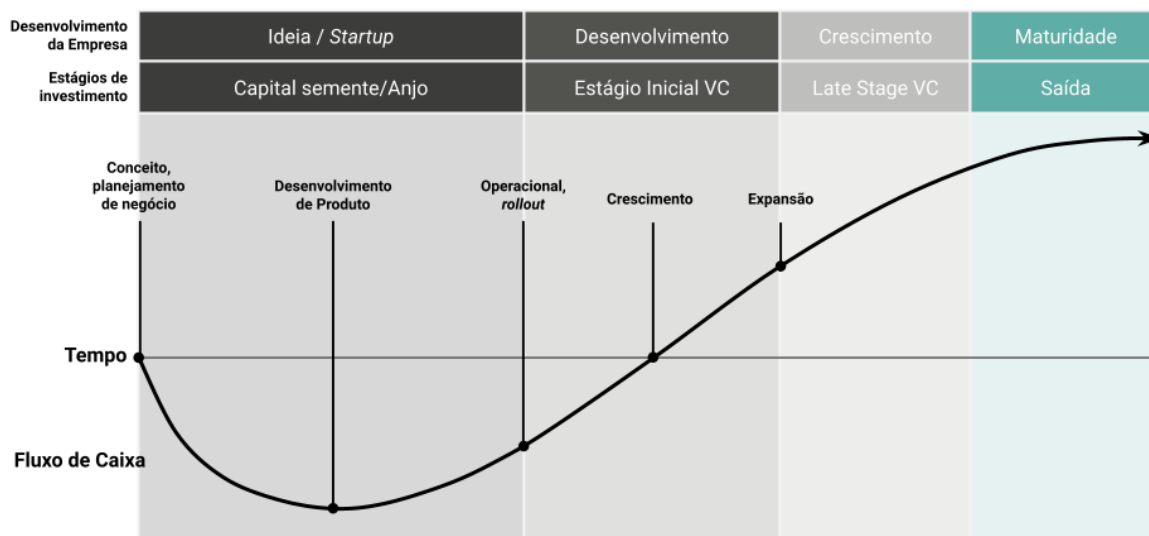
Ainda se tem, empresas no estágio ponte (conhecido também por *mezzanine investment*), onde a empresa pode ter uma ideia de que forma a saída dos investidores será realizada e ainda quando ocorrerá, mas ainda pode precisar de mais capital para sustentar o seu rápido crescimento. Dependendo de como o mercado de ações está indo e como as ações de empresas de tecnologia estão desempenhando nesses mercados, janelas para IPO⁶ podem abrir e fechar de maneiras imprevisíveis.

E finalmente, há o estágio de resgate do investimento (*cash-out* ou saída), onde na prática, é quando os investidores podem ganhar liquidez em relação à parte que possuem em *equity* da companhia, seja através de IPO ou por venda da empresa.

Esses estágios de investimento em VC expostos por Plummer (1987); Sahlman (1990); Gompers (1995) e Gordon (1994) são delineados na Figura 2, extraída do relatório NVCA 2020 *Yearbook*, da *The National Venture Capital Association*, onde observa-se que nos estágios *seed* e *startup*, o desenvolvimento de produto é uma conquista importante, como demonstrado em Plummer (1987).

Figura 2 – Estágios de financiamentos em VC

⁶ A oferta pública inicial (usualmente referida como IPO, do inglês *Initial Public Offering*) é um tipo de oferta pública em que as ações de uma empresa são vendidas ao público em geral numa bolsa de valores pela primeira vez. É o processo pelo qual uma empresa se torna uma empresa de capital aberto. (Wikipedia)



Fonte: traduzida e elaborada pelo autor, com base em *The National Venture Capital Association (NVCA)*.

Sahlman (1990) opina que a infusão gradual de capital pode ser o mecanismo de controle mais potente que um empreendimento desse tipo pode utilizar, pois mantém o empreendedor em uma "coleira apertada", reduzindo as perdas em potencial devido a decisões erradas de investimento. Essa avaliação de perto pode ser reduzida, à medida que a empresa se torna mais estabelecida.

Gompers (1995) confirma que o monitoramento feito a cada estágio é muito importante para decidir se a firma de VC continuará a apoiar o projeto. Baseando-se em amostra aleatória de 794 companhias financiadas com capital de risco, o autor examinou como os gestores usam o investimento por estágios e outros tipos de monitoramento para validar se o projeto obterá sucesso.

O autor sustenta, ainda, que os investidores concentram seus investimentos em companhias de estágio inicial e indústrias de alta tecnologia, com grande assimetria de informações, o que torna esse monitoramento mais valioso. Nesse monitoramento, observa-se que, quando os VCs recebem informações negativas sobre retornos futuros do projeto que estão apoiando, novos financiamentos podem ser cancelados.

Gompers (1994) sublinha que investimentos ruins geralmente são identificados muito mais cedo que os bons. Macmillan, Kulow e Khoylian (1989), Gorman e Sahlman (1989), Sapienza (1992) sustentam que os VCs investem tempo e esforço monitorando e suportando (*value-added support activities*) seus investimentos (companhias do portfólio). Um exemplo brasileiro de como os gestores estão monitorando seus investimentos, para continuar investindo mais, é o Nubank, que passou por diversas injeções de capital, por diversos investidores e em diversas fases, desde a sua criação.

2.4 Modelo de processo de decisão característico de *Venture Capital*

Segundo Zacharakis e Meyer (1998), os VCs apresentam um processo de decisão consistente, mesmo que não sejam bons introspectivamente, ou seja, carecem de entender por completo como tomam suas decisões.

O processo de decisão característico aplicado por VCs abarca cinco ou seis fases, segundo a literatura estudada e referenciada em diversos estudos.

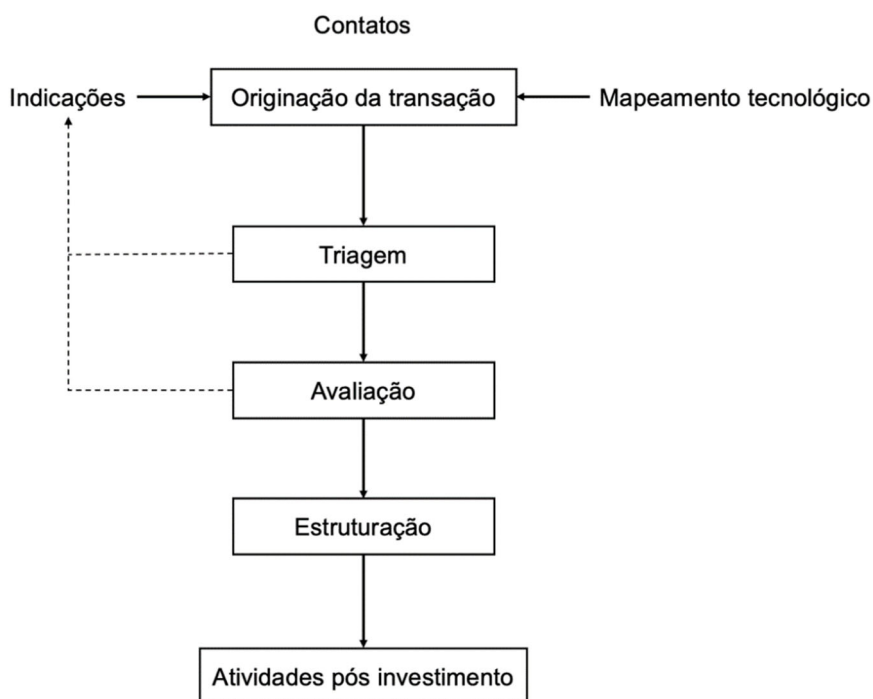
Um dos primeiros estudos referentes ao processo de decisão característico de VC foi realizado por Wells (1974), que lista três estágios distintos. O primeiro deles refere-se a busca por oportunidades de investimentos, entrando em contato com intermediários (como bancos e outras firmas de VC, por exemplo); triagem das propostas, com questões padrões; e por fim, avaliação das propostas, com a investigação "tão completamente quanto possível" do negócio proposto.

Tyebjee e Bruno (1984) destacam que a atividade de investimento de um gestor de um fundo de VC é modelada em um processo sequencial, que envolve cinco passos. O processo de decisão característico desse investimento é detalhado nas seguintes etapas e resumido na Figura 3:

1. Originação da transação (investimento): quando é reconhecido o potencial de investimento em uma empresa;

2. Processo de triagem (*screening*): quando o gestor procura se concentrar em apenas um conjunto gerenciável de potenciais negócios;
3. Avaliação: envolve o *assessment* de potencial de risco e o retorno de negócio em potencial;
4. Estruturação (da transação): sendo favorável o resultado do processo anterior, inicia-se um processo de negociação com o potencial (novo) investimento e estrutura-se o investimento em termos de formato, quantia do aporte e preço do investimento;
5. Atividades pós-investimento: uma vez celebrado o investimento, o gestor tipicamente fica em contato constante com a empresa investida, realizando atividades que incluem a criação de controles para a proteção do investimento, fornecendo consultoria e ajudando a orquestrar fusões, aquisições ou ofertas públicas.

Figura 3 – Modelo de processo de decisão da atividade de investimento de VC



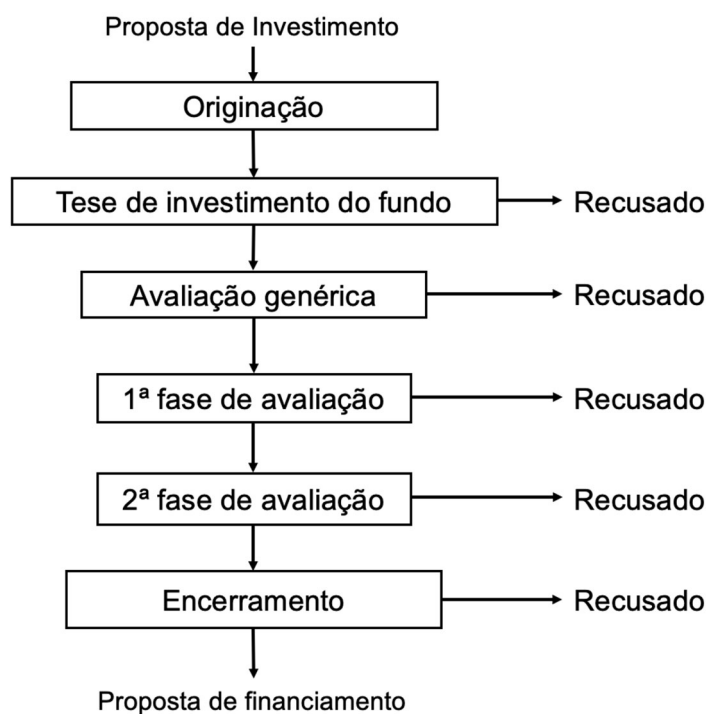
Fonte: traduzido e elaborada pelo autor, com base em Tyejee e Bruno (1984).

Na visão de Fried e Hisrich (1994), o modelo elaborado por Tyebjee e Bruno (1984) focaliza principalmente os critérios usados para avaliar o investimento, porém não examina as atividades específicas dos gestores do fundo. Os autores, então, sugerem que o processo de decisão de VC pode ser o modelo em seis estágios, ilustrado na Figura 4, onde as principais atividades do processo de decisão de investimento são detalhadas nas seguintes etapas:

1. Originação: enquanto VCs aguardam que as propostas cheguem até eles, há uma necessidade de se fazerem conhecidos no ecossistema, e muitos se propõem a desenvolver uma rede de contatos para indicações de novas oportunidades. O estudo mostra que as indicações são uma poderosa fonte de originação de novas oportunidades, pois normalmente é mais provável que quem indica a oportunidade conhece o que aquele determinado VC pode achar atrativo, e se o VC tem confiança em quem indicou a oportunidade, é mais provável que passe facilmente pela avaliação genérica.
2. Tese de investimento do fundo: muitos VCs possuem critérios de preferência específicos para avaliação, como indústrias, tamanho da quantia do investimento, localização geográfica e estágio de financiamento.
3. Avaliação genérica: avaliação do plano de negócio da empresa. Essa fase é menos rigorosa se a qualidade da pessoa que indicou a oportunidade for alta.
4. 1ª fase de avaliação: os VCs reúnem informações adicionais sobre a empresa, como por exemplo: entrevistam todos os membros do time de gestão, visitam o escritório, e entram em contato com antigos parceiros de negócios dos empreendedores e atuais investidores, com atuais clientes etc.
5. 2ª fase de avaliação: se na 1ª fase o objetivo é determinar se existe um interesse genuíno na transação, na 2ª fase o objetivo é determinar quais são os obstáculos para concluir o investimento e como superá-los.
6. Encerramento: finalização dos detalhes da estrutura da transação e negociação de termos jurídicos. Após os documentos assinados, o VC fornece o cheque

para a empresa. Ainda que os VCs dediquem uma considerável quantia de tempo para chegar até essa etapa, um surpreendente número dessas transações não é concluído.

Figura 4 – Modelo das atividades do processo de decisão em Venture Capital



Fonte: traduzido e elaborada pelo autor, com base em Fried e Hisrich (1994).

Os referidos autores elucidam que existem transações com “problemas sérios” e que os VCs têm quatro opções. A primeira é que a transação pode ser mais bem investigada. Como segunda opção, os VCs podem solicitar mudanças significativas na proposta original. Uma terceira possibilidade é que os VCs simplesmente sigam em frente com o investimento, mesmo com preocupações. E por último, com maior número de respostas na pesquisa dos autores, os VCs rejeitam a proposta; as propostas rejeitadas podem reaparecer em diferente formato e ser aceitas em outra avaliação.

2.5 Fluxo de transações

Para a compreensão do processo de análise das transações dos VCs, é necessário primeiramente entender o processo de originação das transações, referente à etapa de originação da transação (*deal origination*) de Tyebjee e Bruno (1984).

Considerando uma fonte de originação de transações (*deal flow*⁷), seja através de *spin-offs*, empreendedores em sua segunda jornada empreendedora, *networking* dos próprios VCs ou outras fontes, essas oportunidades de investimentos chegam diariamente aos fundos de VC. A presente pesquisa concentra-se em investigar o processo de triagem e avaliação da oportunidade de investimento.

De acordo com a 500 Startups (2019), aceleradora criada em 2010, com sede no Vale do Silício, e com um dos fundos de investimentos em *startups* de estágio inicial mais ativos do mundo, em seu último relatório sobre Corporate Venture Capital, enumerou as cinco principais fontes de fluxos de transações, bem como as cinco mais efetivas, baseado em pesquisa com mais de 101 gestores de unidades de VC corporativos, conhecidos como *Corporate Venture Capital*, de 41 setores diferentes, cinco continentes e 35 países: relacionamentos com outros investidores, relacionamento direto com fundadores de *startups*, eventos (tanto organizados quanto participados), aceleradoras e investimentos em fundos de VC.

Gompers et al. (2020) evidenciam que, embora a triagem, a seleção e o valor agregado pós-investimento contribuam para a criação de valor, os VCs classificam a seleção como a mais relevante.

2.6 Critérios de seleção e classificação na análise da transação

Nos últimos 40 anos, muitos pesquisadores vêm se dedicando a analisar o processo de decisão em VC, sob as mais distintas perspectivas, como, por exemplo, avaliando o processo de investimento em si, características dos fundos, geração de novas transações, seleção de investimentos e outros. Nesta seção, serão descritos os principais achados na literatura sobre os pontos mais comuns referentes aos critérios

⁷ *Deal flow* é a medida do número de investimentos potenciais que um fundo revisa em um determinado período. (National Venture Capital Association)

de análise, seleção e classificação de novas transações pelos gestores de fundos de *Venture Capital*.

De forma pioneira e muito citada até os dias de hoje, Tyebjee e Bruno (1984) investigaram as características avaliadas pelos VCs em sua tomada de decisão, através de dois estudos. No primeiro, foram entrevistados 46 VCs residentes na Califórnia, Massachussetts e Texas que, na opinião dos autores, eram os estados que contavam com a maior porção da indústria de VC americana à época, principalmente em relação a investimentos em empresas de base tecnológica. Aplicaram questionários estruturados em entrevistas por telefone, com o objetivo de entender como eram avaliadas novas oportunidades, por meio de respostas abertas, posteriormente categorizadas.

No segundo estudo, os autores convidaram 156 firmas de VC, nas mesmas localidades citadas anteriormente, a responder questionários enviados por *e-mail* indicando os critérios com maior peso em seu processo decisório, levando em conta as transações que estavam em consideração naquele momento. Concluíram que os VCs avaliam potenciais transações em cinco principais categorias, relacionadas a atratividade de mercado, diferenciação do produto, capacidade gerencial do time fundador, resistência a ameaças externas do ambiente de negócios e potencial de resgate do investimento (*cash-out*) e para uma destas categorias foi criada uma hipótese de pesquisa a ser explorada neste trabalho.

Referente ao critério de atratividade de mercado e resistência a ameaças externas do ambiente de negócios, foi criada a Hipótese 1 (H1). Referindo-se à atratividade de mercado relaciona-se ao tamanho do mercado em que a empresa se insere, sua possibilidade de crescimento, acessibilidade e existência de uma dada necessidade para ser atendida. Esse fator surgiu como umas das principais características avaliadas pelos VCs nas pesquisas realizadas posteriormente, como por exemplo, Macmillan, Siegel e Narasimha (1985), Roberts e Barley (2004) e Gompers et al. (2020), por meio de aplicações de questionários e entrevistas. Já sobre resistência a ameaças externas do ambiente de negócios, caracterizado por baixas barreiras de

entrada à competição, sensibilidade a condições econômicas e risco de obsolescência da tecnologia, trata-se de umas das principais características avaliadas pelos VCs, pesquisas posteriores, como, por exemplo, de Roberts e Barley (2004) e Kaplan, Sensoy e Strömberg (2009), que abrangem as mesmas categorias. Aparece como uma característica menos citada que time fundador e oportunidade mercado, que serão detalhadas a seguir.

A diferenciação de produto refere-se à habilidade do empreendedor de aplicar sua capacidade técnica na criação de um produto em um dado mercado através de patentes, além de desfrutar de uma alta margem de lucro. No estudo de Macmillan, Siegel e Narasimha (1985), com a aplicação de questionários, e Hisrich e Jankowicz (1990), com base em entrevistas em profundidade, esse fator apareceu com menor frequência que os estudos relacionados ao time fundador e à oportunidade do mercado, que serão detalhados a seguir. Para explorar esse critério, foi criada a Hipótese 2 (H2).

Neste estudo já citado de Roberts e Barley (2004), um dos entrevistados, Robert Simon, diretor da Alta Partners, um tradicional fundo de VC do Vale do Silício, elencou duas escolas de pensamento, a primeira focando no time como critério primordial, apostando que pessoas inteligentes encontrarão boas oportunidades. A segunda escola, a que o entrevistado pertence, advoga que o foco deve estar no mercado, na exploração de grandes dores dos clientes em busca de grandes oportunidades.

Ainda segundo esse entrevistado, após a avaliação referente ao mercado, são considerados os times. Os integrantes do time devem ter a paixão e o entendimento do problema que estão se propondo a resolver. Além disso, devem buscar um time que esteja na empresa durante os tempos difíceis, e para isso examinam as motivações pessoais e os critérios de sucesso dos empreendedores.

A capacidade gerencial do time fundador é a característica mais citada na literatura da área, que envolve a qualidade do time de gestão da empresa, gerenciamento de diversas áreas funcionais do negócio e referências positivas dadas aos empreendedores.

Esse fator foi também um dos principais atributos avaliados pelos VCs nas pesquisas realizadas posteriormente, como Hisrich e Jankowicz (1990), Dixon (1991) e Roberts e Barley (2004), após entrevistas em profundidade. Kaplan e Strömberg (2004) revisaram documentos contendo as análises de investimento. Bernstein, Korteweg e Laws (2017) conduziram estudo randomizado feito por *e-mail* na notória plataforma americana de investimentos em *startups* AngelList. Macmillan, Siegel e Narasimha (1985) aplicaram questionários, onde foram mencionadas a personalidade do empreendedor, sua resiliência e sua capacidade de lidar com riscos como fatores mais expressivos.

Recorrendo à base do questionário da última pesquisa, de 1985, Macmillan, Zemann e Subbanarasimha (1987), em estudo complementar, ainda nos Estados Unidos da América, apontaram classes de empreendimentos de sucessos, com critérios envolvendo principalmente a equipe do empreendimento. Na primeira, a equipe é bem qualificada, com capacidade de fazer resistência aos ataques da competição; outras equipes, mesmo que “sem muitas credenciais”, possuem um produto com alto grau de proteção competitiva e que pode vir a se tornar um grande sucesso. A última é a classe dos “criadores de mercado”, onde existe uma equipe com perseverança excepcional e que demonstra que existe, de fato, um mercado para o produto que estão construindo, possuindo também alguma forma de proteção competitiva em relação ao produto, uma vez que esse novo mercado tenha demonstrado a sua existência.

Robinson (1987) explorou achados referentes a vários fatores e à sua importância no processo decisório de investimento em uma nova empresa. Os fatores potenciais, que se relacionam com a empresa investida (seu produto e ambiente em que se encontra) e com o empreendedor ou a equipe de gestão da empresa, confirmam que o critério mais importante para os respondentes dos questionários aplicados foi a composição da equipe da empresa analisada, pois os VCs procuram uma equipe de gestão completa, em termos de competências gerenciais e em experiência prévia. Outros fatores, ainda relacionados à equipe, dizem respeito à sua experiência técnica e à indústria em que a empresa que estão criando atua, além da busca do equilíbrio entre

a necessidade de recursos do empreendimento e a motivação e as habilidades interpessoais do(s) empreendedor(es).

Resultados de pesquisa realizada por Muzyka, Birley e Leleux (1996), por intermédio de questionários, revelaram que todos os critérios relacionados à equipe de gestão da empresa avaliada ficaram entre os primeiros citados, com destaque para a capacidade de liderança do empreendedor líder e da equipe de gestão, seguida de critérios relacionados à capacidade do produto de sustentar uma posição competitiva no mercado e uma equipe capaz de entregar conforme as expectativas.

Franke et al. (2008), por meio de entrevistas e análise conjunta de fatores, em um experimento com 51 profissionais em 26 diferentes firmas de VC localizadas em Munique, Berlim e Viena, concentraram-se na fase inicial do processo de avaliação de um novo investimento, utilizando a descrição da equipe fornecida no plano de negócios como base para o experimento de decisão. Os autores encontraram que os VCs novatos tendem a valorizar as qualificações individuais dos membros do time, ao passo que os experientes apreciam a coesão da equipe. Ambos enxergam a experiência na indústria como o critério mais importante. Em relação aos times, a experiência na indústria, o *background* educacional e a experiência em liderança foram consideradas as três principais características. No tocante à experiência na indústria e à experiência em liderança, registraram que é suficiente se apenas um membro do time tiver. Quanto ao *background* educacional, são preferidas equipes com perfis heterogêneos às equipes em que todos os membros têm experiência em engenharia ou gestão.

No estudo mais recente sobre o tema, Gompers et al. (2020) obtiveram resultados que demonstram que a equipe de gestão é o fator mais importante que os VCs consideram na escolha dos investimentos, tanto por investidores de estágio inicial quanto por investidores em estágios mais maduros. Segundo os autores, com base nas respostas dos questionários, ao selecionar os investimentos, os VCs veem a equipe de gestão da empresa como um critério até mais relevante e atribuem o sucesso ou o fracasso do investimento mais à equipe do que ao negócio em si, como produto ou tecnologia, embora exista uma variação transversal significativa entre o estágio e o setor em que a empresa se encontra. Ainda sobre as qualidades que os VCs consideram

importantes em uma equipe de gerenciamento da empresa avaliada, a capacidade de gestão é o fator mais citado, seguido da experiência na indústria. Os respondentes também realçaram a paixão (interpretada como uma combinação de execução e visão), a experiência empreendedora e o trabalho em equipe. Para explorar esse critério, foi criada a Hipótese 3 (H3).

O mesmo ocorre com o critério de potencial de resgate do investimento, ou seja, quando o VC avalia que o investimento pode ser liquidado no tempo correto, como indicado também nas pesquisas de Macmillan, Siegel e Narasimha (1985) e Muzyka, Birley e Leleux (1996). Os autores observaram que os critérios financeiros demonstram a urgência com que os VCs enxergam seus investimentos mesmo que questões relacionadas à natureza da transação sejam itens de segunda ordem, na Europa. Para explorar esse critério, foi criada a Hipótese 4 (H4).

E ainda foi criada a Hipótese 5 (H5), para testar se há prevalência de algum dos critérios avaliados pelos VCs, que são investigados pelas hipóteses anteriores, e apresentados resumidamente com o referencial teórico, abaixo na Matriz de Amarração (item 3.3).

Em essência, os critérios de seleção e classificação das oportunidades de novos investimentos de um VC referenciados na literatura podem ser assim agrupados: a equipe de gestão da empresa avaliada, o mercado em que estão inseridos, o modelo de negócio e de produto que estão construindo, o potencial de resgate e a resistência a ameaças externas.

A Figura 5 mostra os critérios encontrados na literatura, considerando o foco da pesquisa, método de coleta, tamanho das amostras, localização onde foram feitos os estudos, com seus respectivos autores:

Figura 5 – Síntese dos critérios encontrados na literatura

Autores	Método de coleta	Tamanho da amostra	Localização das amostras	Foco de pesquisa
Wells (1974)	Entrevistas	8	Estados Unidos	Processo de avaliação de novos investimentos.
Tyebjee e Bruno (1984)	Entrevistas por telefone e questionários por email	87 (46 no Estudo 1 e 41 no Estudo 2)	Estados Unidos	Entender como eram avaliadas novas oportunidades e critérios com mais peso no processo decisório, levando em conta as transações que estavam em consideração naquele momento.
Macmillan et al. (1985)	Entrevistas e questionário por email	102	Estados Unidos	Critérios usados por VCs quando analisam novas oportunidades.
Macmillan et al. (1987)	Entrevistas e questionário por email	67	Estados Unidos	Critérios usados por VCs quando analisam novas oportunidades.
Robinson (1987)	Questionário por email	53	Estados Unidos	Estratégias e premissas estratégicas de firmas de VC
Sandberg et al. (1989)	Entrevistas	1 sujeito e 3 investimentos	Estados Unidos	O uso de protocolos verbais para capturar pensamentos relacionados à tomada de decisão do VC
Hisrich e Jankowicz (1990)	Entrevistas	30 transações	Não identificado	O papel da intuição dos VCs no processo de avaliação de novos investimentos.
Dixon (1991)	Entrevistas	30 VCs	Reino Unido	Fatores considerados pelos VCs nas análises de propostas de novos investimentos
Muzyka et al. (1996)	Entrevistas e questionário	73 VCs	Europa	Fatores e trade-offs utilizados na avaliação de novas transações
Roberts e Barley (2004)	Entrevistas	4	Estados Unidos	Como VCs analisam potenciais oportunidades de investimentos.
Kaplan e Strömberg (2004)	Análise documental	67	Estados Unidos	Análise de investimentos realizados por VC, suas forças e riscos e ações pós investimento.
Kaplan e Strömberg (2009)	Análise documental	50	Estados Unidos	Análise de mudanças das características das empresas através do plano de negócios até o IPO de empresas financiadas por VC
Franke et al. (2008)	Entrevistas	51	Europa	Análise dos VCs de equipes de start-ups, trade-offs e o impacto da experiência dos VCs
Bernstein et al. (2017)	Experimento randomizado por email	4.500	Austrália, Canadá, Estados Unidos, Inglaterra e Malásia	Avaliação de critérios atraentes aos VC
Gompers et al. (2020)	Entrevistas e questionário por email	885	Estados Unidos	Análise completa do processo de avaliação de novos investimentos.

Fonte: elaborada pelo autor, com base nos artigos estudados para a construção do estado de conhecimento.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 Justificativa

Ainda que existam pesquisas anteriores sobre critérios usados por VCs em suas avaliações de novos investimentos, como Tyebjee e Bruno (1984), Macmillan, Siegel e Narasimha (1985), Robinson (1987), Macmillan, Zemann e Subbanarasimha (1987), esses estudos utilizaram apenas questionários para elencar o critério mais importante dentre vários.

Outros estudos examinaram o processo usando metodologias diversas: Hisrich e Jankowicz (1990), Dixon (1991), Roberts e Barley (2004) conduziram entrevistas; Sandberg, Schweiger e Hofer (1989) e Hall e Hofer (1993) analisaram protocolos verbais; Kaplan e Strömberg (2004) e Kaplan, Sensoy e Strömberg (2009) efetuaram análise documental; Bernstein, Korteweg e Laws (2017) utilizaram um estudo randomizado por *e-mail*; ainda outros adotaram diferentes estratégias, como Zacharakis e Meyer (1998), Zacharakis e Meyer (2000), Shepherd, Zacharakis e Baron (2003). Não obstante, nenhum deles avaliou o processo integralmente.

Segundo Fried e Hisrich (1994), as metodologias tradicionais de pesquisa em finanças não são adequadas para examinar o processo de investimento em VC, pois as transações são privadas e há poucas informações disponíveis, às vezes em fontes secundárias que não explicam o processo de seleção dos investimentos. Os autores dividiram a análise em duas etapas: primeiramente, o estudo de casos, para coletar informações em entrevistas, com o objetivo de formular um modelo sobre o processo de investimento; depois, a validação do modelo e dos seus critérios genéricos, com especialistas da área (mesmo perfil de sujeitos usados na 1ª etapa, ou seja, gestores de fundos de VC).

O presente trabalho aproxima-se do estudo de Fried e Hisrich (1994), Muzyka, Birley e Leleux (1996) e Gompers et al. (2020), por se propor a identificar os critérios empregados no processo de seleção dos investimentos de VC por completo, com a consideração das etapas de triagem e da avaliação da oportunidade de investimento

nesse escopo de trabalho, para compreender o funil de investimento dos fundos de VC.

3.2 Estruturação da pesquisa

A presente pesquisa adotou, em um primeiro momento, métodos exploratórios e descritivos, de natureza qualitativa e aplicada, para buscar uma visão geral e maior proximidade com o problema a ser pesquisado, com o cuidado de torná-lo explícito e esclarecer os fatores que contribuem para a ocorrência de determinado fenômeno (GIL, 2002).

Malhotra (2011) relata que um dos principais modelos de pesquisa é o exploratório, que depende principalmente da análise de dados secundários e de pesquisa qualitativa. Ainda segundo o autor, os dados de levantamento de campo fazem muito mais que somente relatar o comportamento: podem proporcionar a análise de quem são os investidores (no caso do escopo deste projeto), como eles se comportam e por que se comportam de certa maneira.

A seguir, expõem-se detalhes da metodologia de pesquisa, dividida em quatro etapas, cada uma com objetivos específicos. A primeira etapa inseriu estudo exploratório para a construção do instrumento de coleta, baseado na literatura da área. Na segunda etapa, foi realizado o pré-teste do questionário, aplicado na terceira etapa, durante a coleta de dados propriamente dita. Finalmente, na quarta etapa, os dados foram tratados e analisados, para a conclusão do trabalho.

3.2.1 Primeira Etapa

Na primeira etapa, conduziu-se um estudo exploratório, apoiado em revisão da literatura sobre empreendedorismo, *startups*, investimentos em *startups* por fundos de *venture capital* e financiamento por estágios (*stage financing*), com o objetivo de se adquirir conhecimento sobre o tema estudado e identificar os principais critérios de decisão assumidos em investimentos em *startups* de estágio inicial. Apoiada nessas referências, deu-se a construção do instrumento de coleta de dados, que passou por

pré-teste na etapa seguinte, para garantir a sua qualidade, quando fosse aplicado na terceira etapa.

Ainda nessa etapa, foram analisados, como fontes de dados secundários, relatórios e pesquisas das principais agências, associações e empresas especializadas em inteligência de mercado sobre *venture capital* e *startups*, para melhor compreensão sobre tendências, números e histórico de comportamento da indústria de investimento em *startups*, tais como:

- Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI)
- Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital* (ABVCAP)
- *CB Insights*
- *Crunchbase*
- Centro de Estudos em PE/VC da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe)
- Distrito Dataminer
- *Pitchbook*
- *S&P Capital IQ*
- *The National Venture Capital Association* (NVCA)
- *The Association for Private Capital Investment in Latin America* (LAVCA).

Considerando que o mercado de *Venture Capital* e *startups* é extremamente dinâmico, a listagem das referências foi ampliada durante a elaboração da dissertação, com a inclusão de materiais de jornais *online* especializados em cobrir negócios e *startups* e versões atualizadas das fontes citadas. Ocasionalmente, houve dificuldades em obter acesso, devido ao alto preço cobrado pelos relatórios.

3.2.2 Segunda etapa

Na segunda etapa, foi aplicado o pré-teste do instrumento de coleta de dados, por intermédio das ferramentas *online* de comunicação/colaboração (Zoom e Meet do Google) com cinco participantes previamente selecionados por conveniência e bola

de neve, que atuam diretamente em fundos de VC (usando os mesmos critérios expostos em mais detalhes na terceira etapa), buscando avaliar também se as instruções e a linguagem do instrumento de coleta de dados estavam claras e atendiam aos objetivos da pesquisa.

Neste pré-teste foi utilizado o questionário apresentado no item 3.2.4.2, que auxiliou a validar se o entendimento da abordagem dos quesitos relevantes levantados no referencial teórico fazia sentido na realidade do dia a dia dos investidores.

Durante a seleção de sujeitos para o pré-teste da pesquisa, houve a oportunidade de realizar parceria com o Grupo de Trabalho de Pesquisa do Emerging VC Fellows, uma associação de *associates*, analistas, estagiários e demais *non-partners* da indústria de *Venture Capital*, cujo propósito é aumentar as conexões no mundo de *Venture Capital*, até então muito fechado e pouco compreendido. Essa parceria foi fundamental para aumentar o alcance da pesquisa nos fundos de investimento e, principalmente, para enriquecer o questionário com questões não levantadas anteriormente através do referencial teórico ou das fontes de dados secundários.

3.2.3 Terceira etapa

Na terceira etapa, o instrumento de coleta de dados foi atualizado e ajustado, considerando *feedbacks* recebidos na etapa anterior. Em seguida, o questionário foi enviado por *e-mail* e através de contato pelo LinkedIn a aproximadamente 110 participantes, que consideraram os critérios usados quando estão avaliando uma nova oportunidade de investimento e sua relevância no processo de decisão, bem como critérios gerais do processo.

3.2.3.1 Seleção de participantes

Os participantes da pesquisa foram previamente selecionados de acordo com os seguintes critérios:

1. Os participantes foram selecionados por conveniência e bola de neve, em uma amostra não probabilista de 30 a 40 sujeitos.

No Brasil, segundo o Crunchbase (2022), existem 137 fundos de VC operando no estágio inicial que atendem aos critérios de seleção da presente pesquisa, diferentemente do que se viu nas pesquisas citadas, realizadas em mercados de VC mais maduros, como por exemplo Gompers et al. (2020), que contaram com 885 fundos participantes.

2. Os sujeitos pesquisados foram gestores sêniores de fundos de *venture capital* da cidade de São Paulo.

Inicialmente, planejou-se inserir apenas gestores registrados na Comissão de Valores Mobiliários, independente de sexo, membros da equipe de gestão do fundo (organização privada) e que tenham realizado algum investimento no Brasil. Contudo, em consideração à maturidade do mercado, notou-se que muitos fundos dos que investem no estágio inicial do Brasil estão compostos como veículos de investimentos.

3. Gestores que operavam na cidade de São Paulo, dado que que São Paulo subiu cinco posições e se posiciona, segundo o Startup Blink (2020), em 18º lugar no *ranking* de cidades e ecossistemas de *startups* no mundo. Pelo *ranking* da Startup Genome (2022), ocupa a 28ª posição e está na liderança do *ranking* dos melhores ecossistemas latinos.

Inicialmente, pretendeu-se focar apenas na cidade de São Paulo, uma vez que a imensa maioria (63%) dos fundos de *venture capital* brasileiros está localizada nesse município, segundo Distrito (2019). No entanto, quando a pesquisa foi efetivada, o Brasil enfrentava restrições sanitárias devido à pandemia da COVID-19. Por se tratar de um esforço *online*, a chance de aumentar o número de respostas, abrindo o questionário para mais localidades, pareceu ser um caminho promissor.

4. Gestores com poder de decisão e/ou que façam parte do Comitê de Investimentos do fundo, por exemplo *general partners, partners, managing partners, managing directors* ou *principals*.

Inicialmente, tentou-se considerar apenas gestores que façam parte do Comitê de investimento, como membros seniores. Porém, devido ao difícil contato com esses sujeitos e à abertura de integrantes do time de investimento desses fundos, foram incluídas respostas de participantes do processo de decisão de investimentos.

5. Gestores que possuam mais de quatro anos de experiência em VC, mesmo considerando investimento-anjo antes de compor ou iniciar um fundo, como investidor institucional.
6. Gestores que estejam envolvidos em estágios iniciais de desenvolvimento da empresa: capital semente (*seed*), série A e série B.
7. Fundos de *Venture Capital* que invistam em empresas no estágio inicial (*early stage*) de base tecnológica, usando modelos de negócios com potencial de escala e independentemente do setor.

3.2.3.2 Estratégia de contato com respondentes

Malhotra (2001) atesta que oferecer incentivos monetários ou não monetários, para possíveis sujeitos de um estudo, aumenta o índice de participação. Embora essa estratégia se mostre eficaz, a presente pesquisa não ofereceu tal recurso. Portanto, com o objetivo de garantir um alto índice de aceitação para participação nessa etapa da pesquisa, os entrevistados foram convidados por *e-mail* e/ou redes sociais profissionais (como, por exemplo, LinkedIn), recebendo previamente um *briefing* contendo o conteúdo e a relevância da pesquisa.

Além do convite oficial, essa estratégia busca garantir o engajamento e o interesse do participante, já que não há nenhum incentivo material, e sim a percepção de que, contribuindo com a pesquisa, o participante auxiliará na construção de material acadêmico, que beneficiará, além da comunidade acadêmica, o ecossistema

empreendedor brasileiro. Logo após o convite, os sujeitos receberam a pesquisa via *survey* em seu *e-mail*, e demais instruções.

Além dessa estratégia, dedicou-se esforço em apresentar a pesquisa e seus benefícios para associações que atuam com *Venture Capital* e *startups* no Brasil, para aumentar as chances de a pesquisa ser divulgada aos respondentes em potencial. Usufruiu-se da divulgação e apoio da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), uma entidade sem fins lucrativos, em atuação desde o ano 2000, que visa ao desenvolvimento da atividade de investimento de longo prazo no país, nas modalidades abrangidas pelos conceitos de PE, VC e capital semente; da Associação Brasileira de Startups, que existe para construir o ambiente ideal para as *startups* transformarem o país, e de membros de notórios fundos de VC do nosso ecossistema, como a Astella Investimentos, Indicator Capital, Honey Island Capital e DOMO Invest.

Interessante salientar que, durante o constante contato com as diversas associações mencionadas e as apresentações da pesquisa aos fundos, perceberam-se dúvidas recorrentes sobre a segurança dos dados coletados, visto pelos investidores como estratégicos.

Então, para apoiar a comunicação e endereçar as principais objeções dos investidores, foi criado um *site* (Apêndice A) sobre a pesquisa no Squarespace, que ficou ativo de 14 de setembro de 2021 até 15 de abril de 2022, a um custo de 16 dólares por mês (totalizando 128 dólares americanos), com os seguintes conteúdos:

- Apresentação da pesquisa: identificação da motivação da pesquisa, questão de pesquisa (item 1.3) e objetivos gerais e específicos (item 1.4);
- Os autores: apresentação dos autores da pesquisa e seu envolvimento com o Programa de Mestrado Profissional da FEA-USP;
- Apoio do ecossistema: apresentação das associações e fundos que já apoiavam o estudo;

- Apoie o estudo: formulário disponível para novos fundos e associações demonstrarem interesse em apoiar o estudo, com novas respostas ou divulgações;
- Cuidado com seus dados: apresentação de como os dados seriam usados segundo a Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD) – Lei nº 13.709/2018 e a preocupação em manter o sigilo e a anonimização das respostas.

3.2.4 Quarta etapa

3.2.4.1 Tratamento e visualização dos dados

Na quarta etapa, os dados foram tratados e tabulados, categorizados e inseridos na matriz de amarração para serem analisados, com o propósito de entender como se configura o processo de decisão dos gestores dos fundos de *Venture Capital* em São Paulo e avaliar quais características têm mais peso em seu processo decisório, quando consideram novos investimentos em empresas de estágio inicial.

A coleta de dados deu-se por meio de aplicação de questionários, usando a plataforma de formulários *online* Typeform, que permaneceu ativa de 02 de agosto de 2021 até 02 de maio de 2022, a um custo de 17,40 dólares por mês, totalizando 174,00 dólares americanos. Após o encerramento do período para responder o formulário, fez-se *download* dos dados, que foram tratados em uma ferramenta de *software* livre de desenvolvimento integrado para R, uma linguagem de programação para gráficos e cálculos estatísticos, chamada RStudio. Dentro da ferramenta, foram realizados alguns procedimentos para melhorar a disposição das informações, como: atribuição de um identificador único para cada resposta; limpeza dos dados; remoção de dados sensíveis; e remodelagem das informações, para serem usadas posteriormente em uma plataforma de análise visual.

A disposição dos dados coletados centralizava diversas respostas de um respondente em uma única linha. A limpeza dos dados foi necessária para separar cada uma dessas respostas em linhas distintas. Daí a necessidade de atribuir um identificador único às respostas, pois o registro de um respondente iria se repetir diversas vezes para cada uma das respostas dadas. Então, usando um identificador único de cada

respondente, garantiu-se a unicidade da informação por ocasião da contabilização final dos dados.

Após este processo de tratamento dos dados, o resultado foi importado para o *software* de análise de dados Tableau, sendo dispostas as informações em gráficos, aumentando a possibilidade de exploração dos dados coletados e o entendimento de padrões e características comuns de decisão dos fundos de Venture Capital, apresentadas na Seção 4.

3.2.4.2 Questionário

Nesta seção, encontra-se o questionário que foi aplicado na terceira etapa mencionada anteriormente, sendo dividido em três partes, com objetivos diferentes de investigação.

A primeira parte consiste na captação de dados demográficos sobre os respondentes a fim de entender, por exemplo, em quais setores se encontram, qual é o valor total sob gestão do fundo, *tickets* mínimo, máximo e médio, e assim por diante.

A segunda parte constitui-se na captação de dados referentes ao funil de investimento dos fundos, com questões sobre a duração média das etapas do processo de decisão e quantas empresas passam pelo funil da gestora respondente.

A terceira e última parte compõe-se das questões sobre os critérios de decisão em investimentos, referentes às hipóteses de pesquisa, conforme temáticas constantes na Matriz de Amarração exposta no item 3.3, onde se verifica se atratividade do mercado, diferenciação do produto, time fundador, resistência a ameaças, potencial de resgate são critérios relevantes no processo de decisão de investimento de VC e, ainda, se algum dos critérios tem preferência sobre os demais.

Nesta última parte, são realizadas questões em forma afirmativa, utilizando a Escala Likert, onde os sujeitos avaliam a sua resposta assinalando sua escolha nas questões,

nomeadas como: “Muito importante”, “Importante”, “Moderado”, “Às vezes importante” e “Não é importante”. Para verificar a importância de cada resposta, atribuem-se valores para critério, variando de 1 a 5, respectivamente, conforme exemplifica a Figura 6, com uma das questões do questionário referente ao time fundador.

Figura 6 – Exemplo de pergunta do questionário usando escala Likert

Pelo menos um membro do time fundador com experiência prévia na indústria em que estão empreendendo o negócio *

1 2 3 4 5

Não é importante Moderado Muito importante

OK ✓

Fonte: de autoria própria.

Para proporcionar uma experiência lúdica e agradável de leitura deste trabalho, e tendo em vista que, pela natureza diferente das perguntas, o autor encontrou dificuldades em apresentá-lo sob a forma de tabela, reproduziu-se o questionário no Apêndice B, exatamente da forma como um sujeito responderia na plataforma Typeform, com o preenchimento com dados fictícios da gestora “USP Capital”, apenas para ilustração.

3.2.4.3 Análise e racional de cálculo

De acordo com Barry (2017), quando avaliados de forma inadequada, principalmente por meio do uso de médias, os resultados podem ser surpreendentemente enganosos. Em quase todos os casos, além de ser matematicamente errado, calcular a média de uma variável de escala Likert não fornecerá respostas úteis para as perguntas que os gerentes podem usar para tomar decisões acionáveis. Em essência, o uso de médias não pode explicar a importância de capturar e entender a variabilidade. Os analistas

devem se esforçar para evitar seu uso em qualquer solução de relatório ou produto analítico que use dados em escala ordinal.

Então, a análise dos dados foi efetivada por um método denominado Índice de Importância Relativa (IIR), utilizado para determinar a importância relativa entre as questões dentro do mesmo *cluster*, ou seja, para conjunto de critérios analisados no questionário, foi realizado este teste, e ordenado em forma decrescente.

Considerando que se utilizou a Escala Likert para medir o critério de importância das respostas, assumiu-se uma equivalência dos graus de importância e então foi transformada em Índices de Importância Relativa (IIR) para cada fator da seguinte forma:

QUADRO 1 – ESCALA LIKERT MODELADA PARA ÍNDICES DE IMPORTÂNCIA RELATIVA (IIR)

Grau 1	Grau 2	Grau 3	Grau 4	Grau 5
Muito importante	Importante	Moderado	As vezes importante	Não é importante
W = 5	W = 4	W = 3	W = 2	W = 1

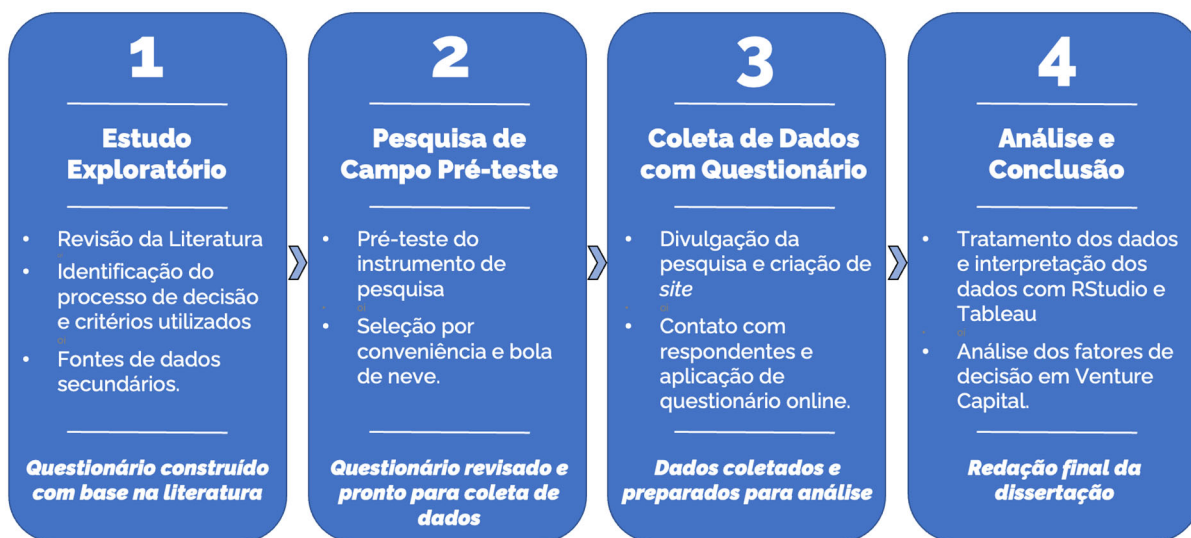
Fonte: elaborada pelo autor.

A partir dessa conversão, cada fator é calculado da forma exposta a seguir, onde W é o peso dado a cada fator pelos respondentes dos questionários (que varia de 1 a 5), A é o peso mais alto (ou seja, 5 neste caso) e N é o número total de respondentes.

$$IIR = \Sigma W / (A * N)$$

Ou seja, quanto maior o valor desse índice, mais importante é aquele determinado critério analisado. Então as respostas, baseadas no IIR, denotam que todos os fatores são relevantes para o processo de decisão de um VC, algumas mais do que outras. Nas seções a seguir, as análises das hipóteses de pesquisa trazem cada uma das perguntas, discutidas de acordo com os achados na literatura, citando onde cada questão foi inspirada.

Figura 7 – Resumo das etapas da metodologia de pesquisa



Fonte: Elaborada pelo autor, com base no cronograma do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo e Inovação da Universidade de São Paulo.

3.3 Matriz de Amarração

QUADRO 2 – MATRIZ DE AMARRAÇÃO

Problema de Pesquisa	Objetivos da Pesquisa		Hipóteses de Pesquisa	Referencial Teórico	Questões para o Roteiro	
	Geral	Específicos				
Quais são os principais critérios considerados, pelos gestores dos principais fundos de Venture Capital, no processo de decisão de investimentos no Brasil? E ainda, qual a relevância de cada critério neste processo?	Investigar o processo de decisão de gestores brasileiros de fundos de capital de risco (Venture Capital), explorando em detalhes os critérios utilizados em suas análises de novos investimentos em startups de estágio inicial (early stage) e qual o peso destes critérios no processo decisório.	Identificar os principais critérios considerados pelos gestores dos fundos de VC, em seu processo de análise de startups de estágio inicial (empresas que buscam financiamento para rodadas de investimento nos estágios de capital semente (<i>seed</i>) e séries A e B) para decisão de novos investimentos.	N/A	Tyebjee e Bruno (1984); Macmillan, Kulow e Khoiylian (1989); Gorman e Sahlman (1989); Sahlman (1990); Sapienza (1992); Gompers (1994); Gompers (1995); Romani (1997); Coyle (2000); Gompers e Lerner (2001); Kaplan e Strömberg (2001); Gompers e Lerner (2005); Andreassi e Siqueira (2006); Hisrich, Peters e Shepherd (2009); Bodie, Kane e Marcus (2010); Rossi (2010); Ramalho (2010) e Gompers et. al (2020).	Questões referentes à temática Geral , presentes no questionário detalhado no item 3.4.	
		Verificar se existe prevalência entre os critérios identificados, bem como conhecer quais são os fatores que influenciam essa prevalência.	H1: A atratividade de mercado e resistência a ameaças externas do ambiente de negócios é um critério relevante no processo decisório de um VC.	Wells (1974); Tyebjee e Bruno (1984); Macmillan, Siegel, Narasimha (1985); Macmillan, Zemann e Subbanarasimha (1987); Robinson (1987); Hisrich e Jankowicz (1990); Dixon (1991); Fried e Hisrich (1994); Muzyka, Birlay, Leleux (1996); Zacharakis e Meyer (1998); Roberts e Barley (2004); Kaplan e Strömberg (2004); Franke et. al (2008); Kaplan, Sensoy e Strömberg (2009); Bernstein, Korteweg e Laws (2017) e Gompers et. al (2020).	Questões referentes à temática Mercado e resistência a ameaças externas , presentes no questionário detalhado no item 3.4.	
			H2: Modelo de Negócio e/ou Produto são critérios relevantes no processo de um VC.			Questões referentes à temática Modelo de negócio ou Produto , presentes no questionário detalhado no item 3.4.
			H3: O time fundador é um critério relevante no processo decisório de um VC.			Questões referentes à temática Time , presentes no questionário detalhado no item 3.4.
			H4: O potencial de resgate do investimento (cash-out) é um critério relevante no processo decisório de um VC.			Questões referentes à temática Potencial de resgate , presentes no questionário detalhado no item 3.4.
H5: Um dos critérios referentes às hipóteses H1 a H4 têm prevalência sobre os demais.	Questão referente à dominância e análise da frequência das respostas dos sujeitos que responderam o questionário detalhado no item 3.4.					

Fonte: elaborada pelo autor, com base em Mazzon (2018).

4. REALIZAÇÃO DA PESQUISA, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

4.1 Dados demográficos sobre os respondentes

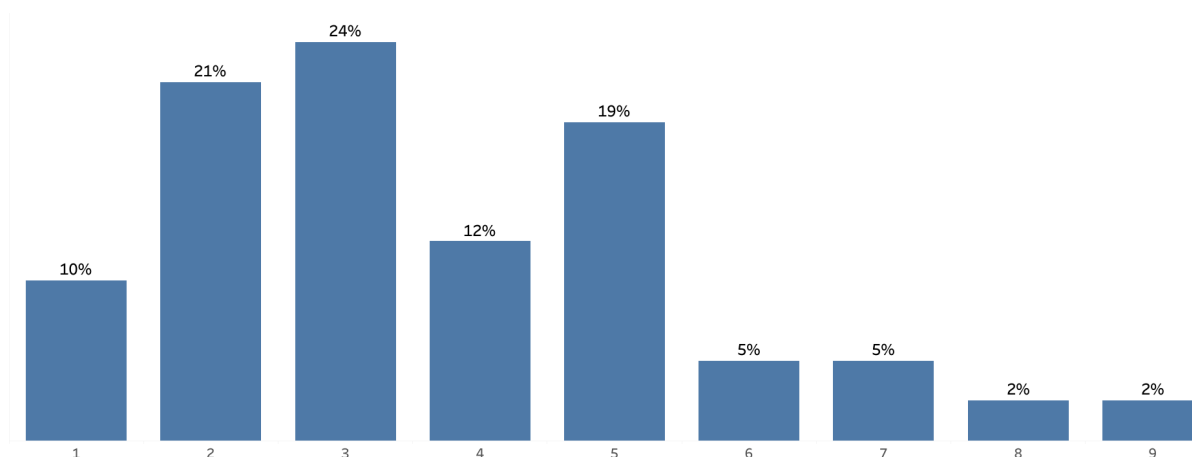
Conforme citado anteriormente, a pesquisa ficou ativa de 02 de agosto de 2021 até 02 de maio de 2022, angariando um total de 41 respostas únicas de fundos. Ou seja, assegurou-se que as respostas fossem associadas ao fundo respondente, de um total de amostra de 137 investidores de *Venture Capital* operando em estágio inicial no Brasil, segundo o Crunchbase (2022).

Essa etapa, conforme comentado, insere a análise dos dados demográficos sobre os respondentes e tem por objetivo enriquecer o trabalho com o entendimento dos respondentes em maior profundidade, como, por exemplo, em quais setores se encontram, qual é o valor total sob gestão do fundo, *tickets* mínimo, máximo e médio e assim por diante, abrindo a viabilidade de novas perguntas a serem pesquisadas em futuros trabalhos na área.

Para compreender a estrutura interna do fundo de VC e a senioridade dos respondentes, fez-se a pergunta “Quantos sócios a gestora/casa possui?” sendo estes identificados como *General Partners* ou *Managing Partners*, uma nomenclatura conhecida na indústria. Na grande maioria, conforme mostra a Figura 8, esses fundos possuem de dois a cinco sócios, onde se concentra a maioria das respostas (76%), com a maior concentração ainda entre dois e três sócios (45%).

Este é um valor próximo ao observado em dados anedóticos consultados nos perfis dos fundos no LinkedIn e menor do que o anotado em Gompers et al. (2020), onde o valor médio de número de sócio é 4.8. Em seus achados, os autores confirmaram a percepção de que as firmas de VC são pequenas organizações que empregam 14 pessoas, cinco das quais são sócios seniores em cargos de tomada de decisão. As firmas de capital de risco têm relativamente poucos funcionários juniores para fazer negócios (cerca de um para cada dois sócios) e uma média de 1,3 sócios de empreendimento.

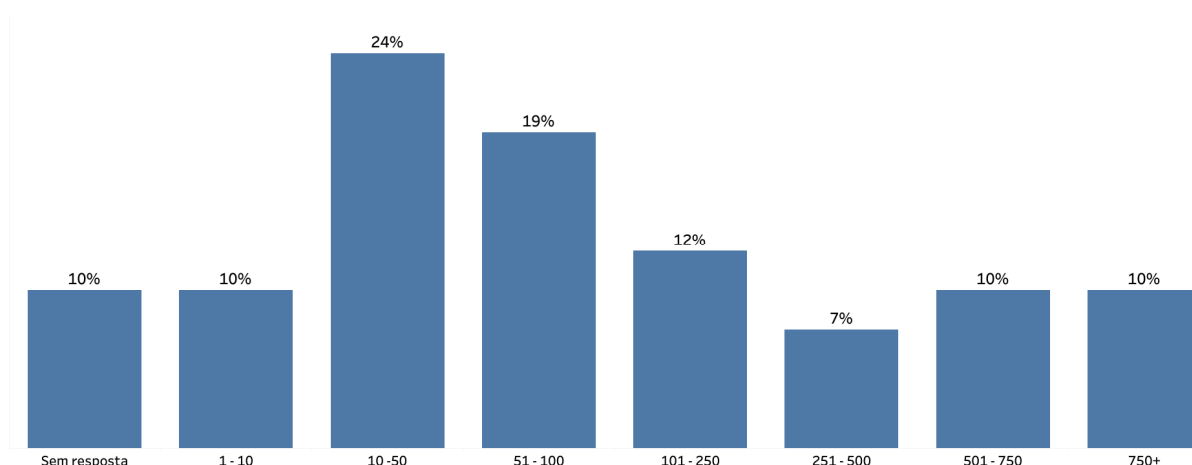
Figura 8 – Número de sócios que a gestora possui



Fonte: de autoria própria.

Conforme mostra a Figura 9, os fundos possuem entre 10 e 100 milhões de reais sob gestão, onde se agrupa a maioria das respostas (44%), sendo que 24% possuem entre 10 e 50 milhões e 19% possuem entre 51 e 100 milhões. 10% dos respondentes não responderam esta pergunta, por ser uma informação estratégica aos investidores. Durante o pré-teste do questionário com investidores selecionados, esta foi uma preocupação que todos mencionaram, então escolheu-se deixar a questão como não obrigatória.

Figura 9 – Valores (em milhões de reais) sob gestão

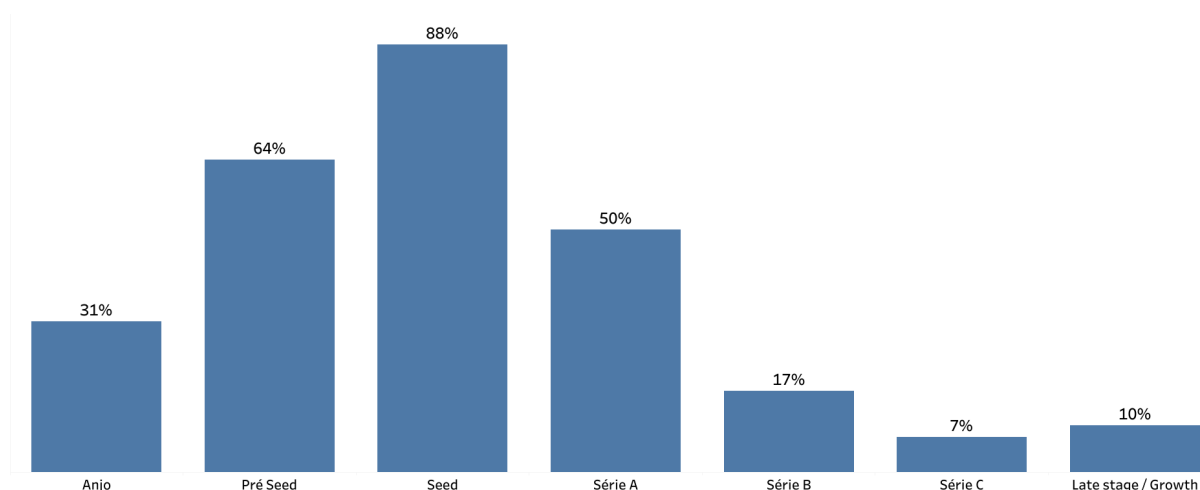


Fonte: de autoria própria.

Os estágios em que estes investidores investem, conforme mostra a Figura 10, são os de pré-seed (64%), seed (88%) e série A (50%), indo em linha com o objetivo deste

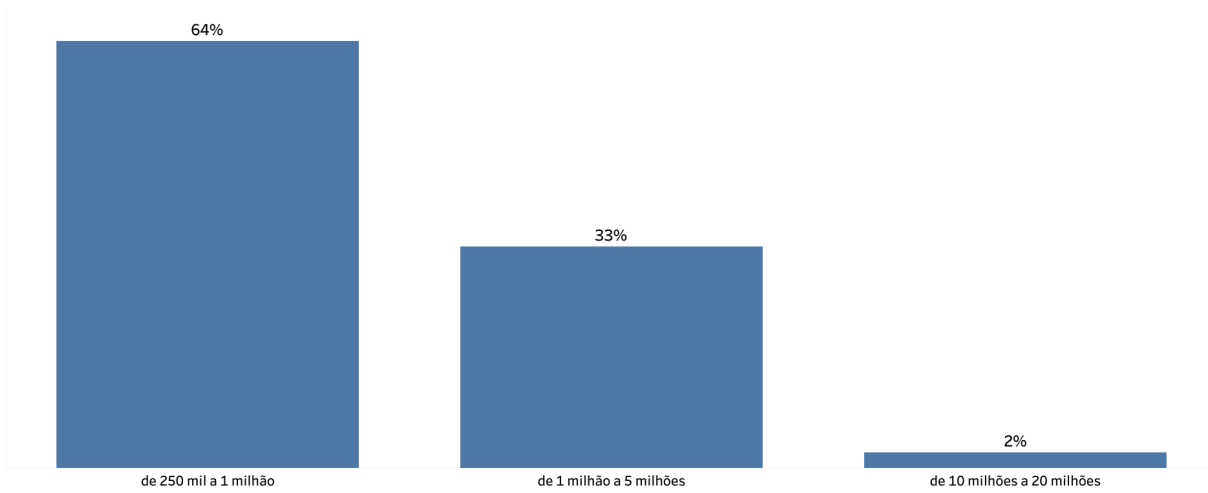
trabalho de pesquisar o estágio inicial de investimentos. Interessante realçar que, nesta questão, os respondentes poderiam selecionar mais de um estágio em que o seu fundo investe, devido à dificuldade em delimitar o que é o estágio inicial no Brasil, devido aos diferentes valores dos investimentos e à falta de padrão do mercado.

Figura 10 – Estágios de investimento

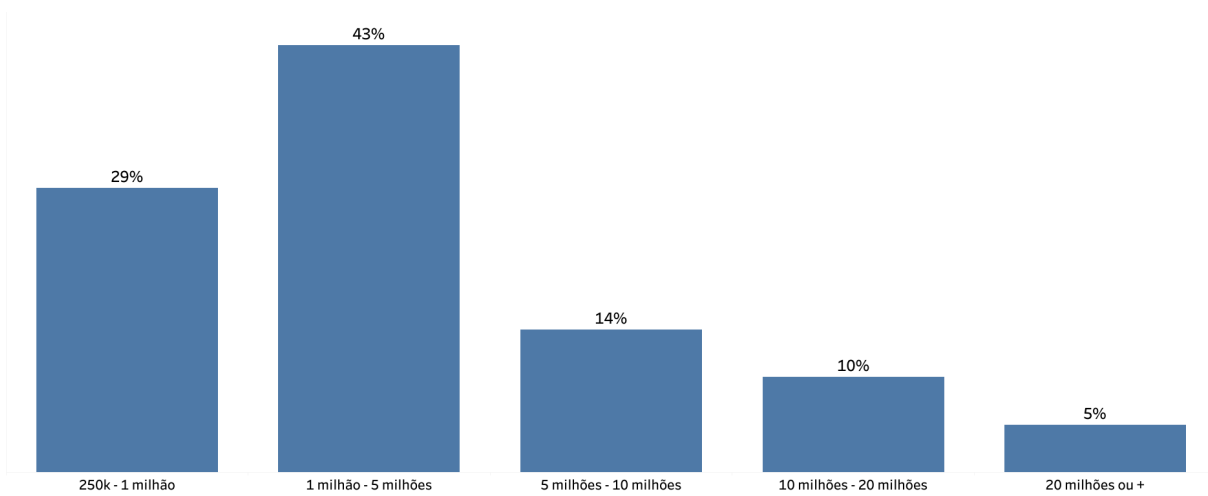


Fonte: de autoria própria.

Para não se apoiar apenas em nomenclaturas dos estágios, questionaram-se os valores (em reais) de *ticket* mínimo (*range* inferior), *ticket* médio e *ticket* máximo (*range* superior), com o objetivo de entender se esses valores se conectam e fazem sentido com os estágios declarados anteriormente pelos respondentes. Tem-se, na Figura 11, que 67% desses fundos possuem *ticket* mínimo entre 250 mil e 1 milhão de reais; na Figura 12, o *ticket* médio posiciona-se entre 250 mil e 5 milhões de reais (72%); e finalmente, na Figura 13, o *ticket* máximo varia entre 1 milhão e 5 milhões de reais (33%).

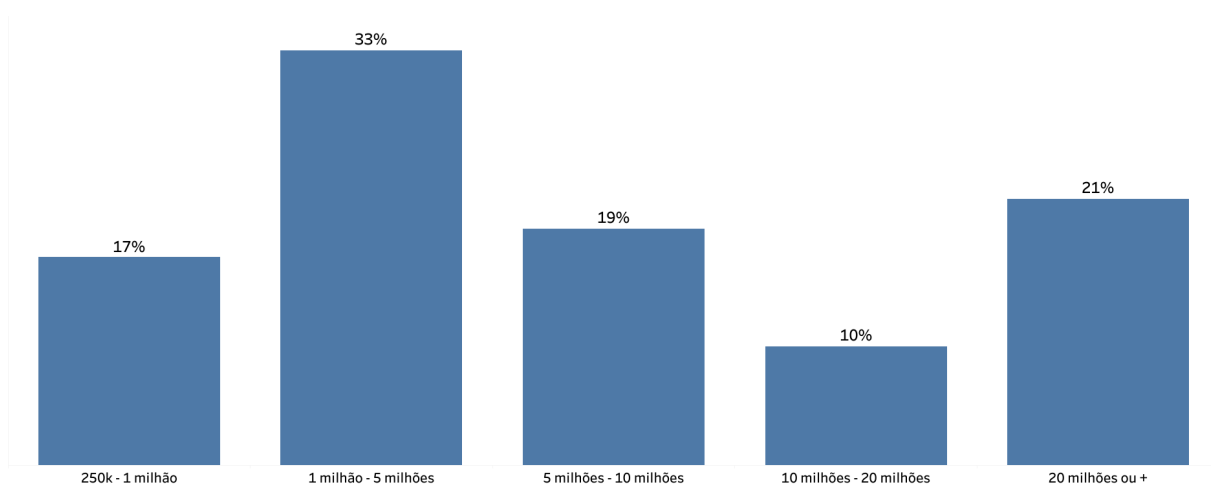
Figura 11 – *Ticket mínimo (range inferior) de investimento*

Fonte: de autoria própria.

Figura 12 – *Ticket médio de investimento*

Fonte: de autoria própria.

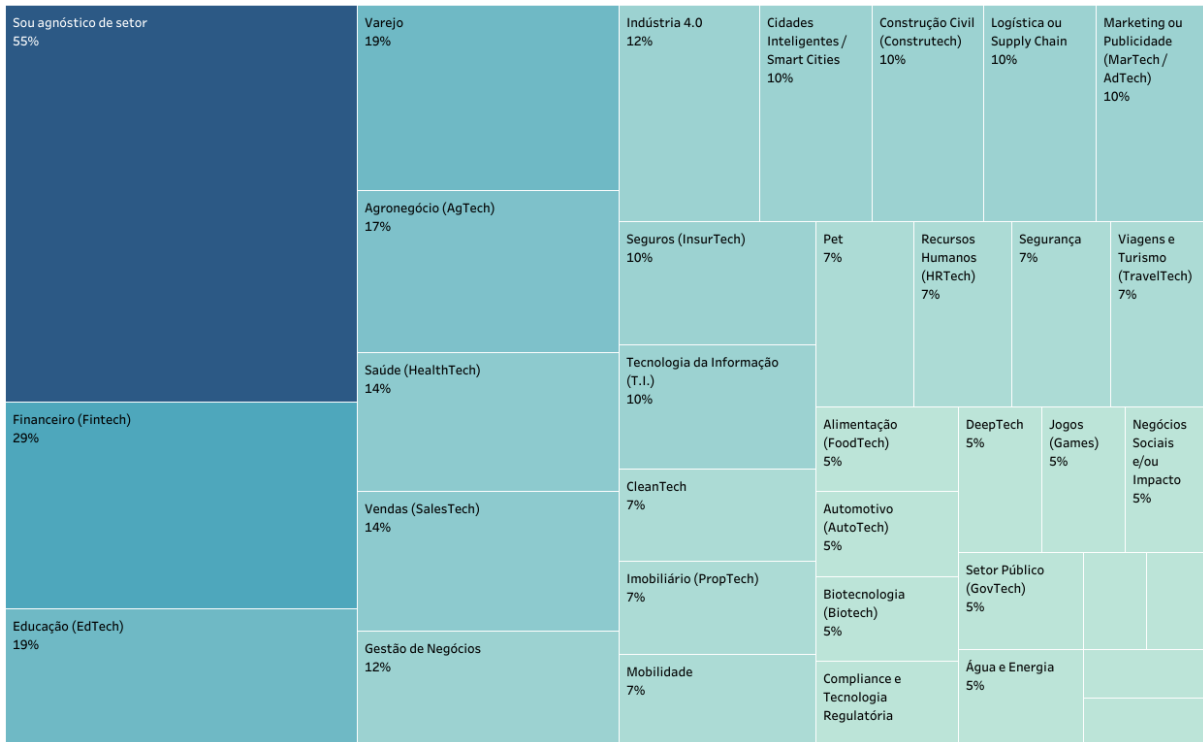
Figura 13 – *Ticket máximo (range superior) de investimento*



Fonte: de autoria própria.

A respeito da tese de investimento desses fundos, investigou-se sobre preferência de investimento em indústria específica (setor dominante na carteira) e modelo de negócio específico ou tecnologia. Conforme mostra a Figura 14, mais da metade (55%) são agnósticos de setor, ou seja, não têm uma tese de investimento desenhada específica para investir em setores específicos. Sobre os setores, as *fintechs* (*startups* que oferecem soluções financeiras) foram as mais citadas (29%), seguidas das EdTechs (*startups* voltadas ao setor educacional), varejo e AgTechs (*startups* voltadas ao agronegócio).

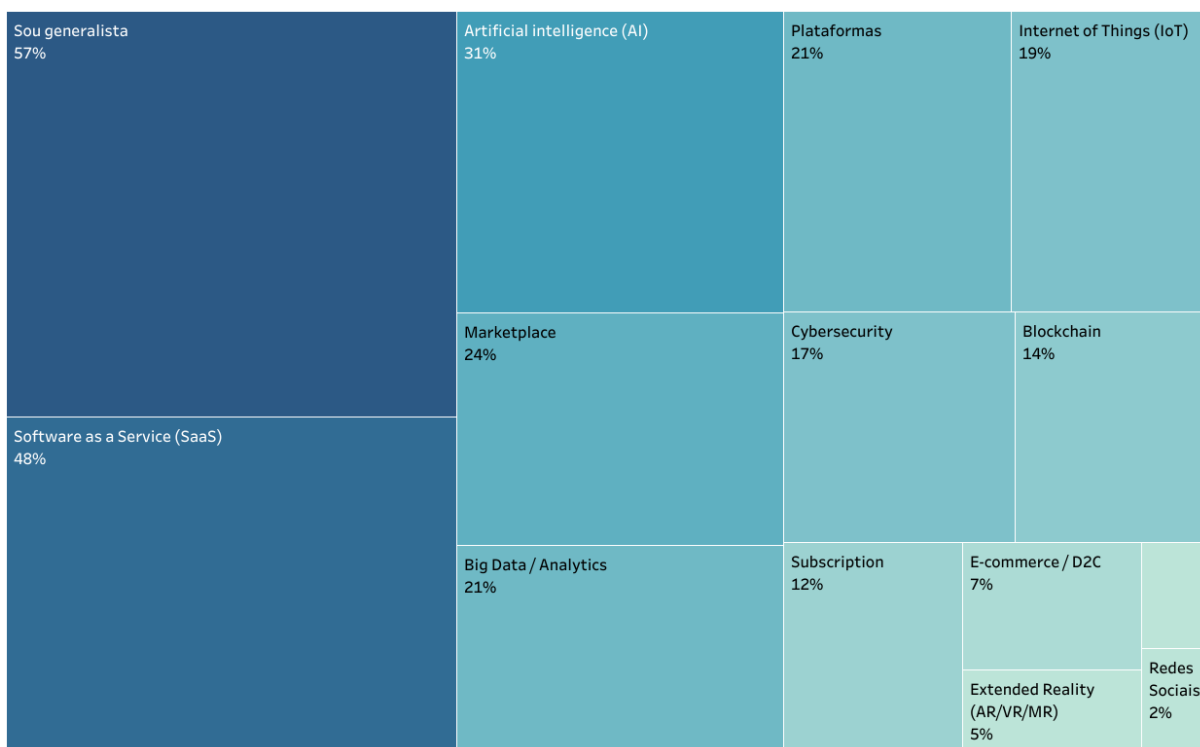
Figura 14 – Tese de investimento (preferência por setor)



Fonte: de autoria própria.

No que tange à tese de investimento desses fundos, investigou-se sobre preferência de investimento em modelo de negócio específico ou tecnologia. Conforme mostra a Figura 15, mais da metade (57%) são generalistas, ou seja, não têm uma tese de investimento desenhada específica para investir em modelos de negócios ou tecnologias específicas. Com 48%, teses com preferência *Software* como serviço (*Software as a Service* ou conhecido por SaaS) detém a preferência dos respondentes, seguida de Inteligência Artificial (31%), *Marketplace* (24%) e com os mesmos 21%, Big Data e Analytics e Plataformas.

Figura 15 – Tese de investimento (preferência por modelo de negócio específico ou tecnologia)



Fonte: de autoria própria.

Ainda usando os dados mencionados, analisa-se a preferência dos investidores em estágios específicos em comparação com tese de indústrias, como se vê na Figura 16. Como os respondentes estiveram diante de questões de múltipla escolha, nota-se a diferença entre preferência de investidores de capital semente (*seed*) e estágios maduros (*growth* ou *late stage*).

Figura 16 – Preferência dos investidores em estágios específicos em comparação aos setores

	Anjo	Pré Seed	Seed	Série A	Série B	Série C	Late stage / Growth
Agronegócio (AgTech)	14%	57%	86%	57%	14%		14%
Alimentação (FoodTech)			50%	100%	100%	100%	100%
Automotivo (AutoTech)		50%	100%	100%	50%		
BeautyTech			100%	100%	100%	100%	100%
Biotecnologia (Biotech)		100%	100%	50%			
Cidades Inteligentes / Smart Cities		50%	100%	75%			
CleanTech		33%	100%	100%	33%		33%
Compliance e Tecnologia Regulatória (RegTech)		50%	100%	50%			
Construção Civil (Construtech)	25%	75%	75%	50%			
DeepTech		50%	50%	50%	50%	50%	50%
Educação (EdTech)	25%	50%	88%	63%	25%	13%	25%
Entretenimento	100%	100%	100%				
Financeiro (Fintech)	33%	58%	92%	50%	33%	17%	25%
Gestão de Negócios	60%	80%	100%	20%			20%
Imobiliário (PropTech)	33%	67%	33%	33%			
Indústria 4.0		40%	100%	80%			
Jogos (Games)	50%	100%	100%	50%			
Jurídico (LegalTech)			100%	100%			
Logística ou Supply Chain		50%	100%	75%			
Marketing ou Publicidade (MarTech / AdTech)	50%	75%	100%	25%			
Mobilidade		33%	67%	67%	33%	33%	33%
Moda (FashionTech)			100%	100%	100%	100%	100%
Negócios Sociais e/ou Impacto	50%	100%	100%	50%			
Pet	33%	33%	67%	67%	67%	67%	67%
Recursos Humanos (HRTech)	67%	100%	100%				
Saúde (HealthTech)	33%	50%	83%	50%	33%	17%	17%
Segurança			100%	100%			33%
Seguros (InsurTech)	25%	50%	100%	50%	25%	25%	50%
Setor Público (GovTech)	50%	50%	100%	50%			
Sou agnóstico de setor	35%	65%	91%	48%	22%	9%	9%
Tecnologia da Informação (T.I.)	25%	75%	100%	50%			
Varejo	13%	50%	88%	88%	50%	25%	25%
Vendas (SalesTech)	33%	67%	100%	33%	17%	17%	17%
Viagens e Turismo (TravelTech)	33%	67%	100%	33%			
Água e Energia		50%	100%	50%			

Fonte: de autoria própria.

4.2 Funil de investimento dos respondentes

Nesta segunda etapa, conforme anunciado, tem-se a análise dos dados sobre o funil de investimento dos fundos, com questões relacionadas às etapas do processo de decisão de investimento, com o objetivo de entender sua duração e a quantidade de empresas avaliadas, bem como as etapas mais relevantes.

Para apreender como se inicia o processo de investimento, é preciso entender onde se origina e como as *startups* chegam até o *deal flow* do fundo. Os respondentes ordenaram as alternativas constantes da Figura 17. A ordem por preferência foi a seguinte: através da rede de relacionamento dos sócios; através da rede de relacionamento do time de investimento; através das indicações das empresas de portfólio, que são as empresas já investidas pelo fundo; através da indicação de outros investidores; através de contatos proativos das próprias empresas, normalmente através de envio de apresentações através do site institucional do fundo; e buscas ativas do próprio fundo.

Figura 17 – Como se inicia o processo de investimento em VC

12 → Como as empresas chegam até o *deal flow* do fundo?*

Por favor, ordene as opções abaixo, por ordem de prioridade.

Arraste e solte para classificar as opções

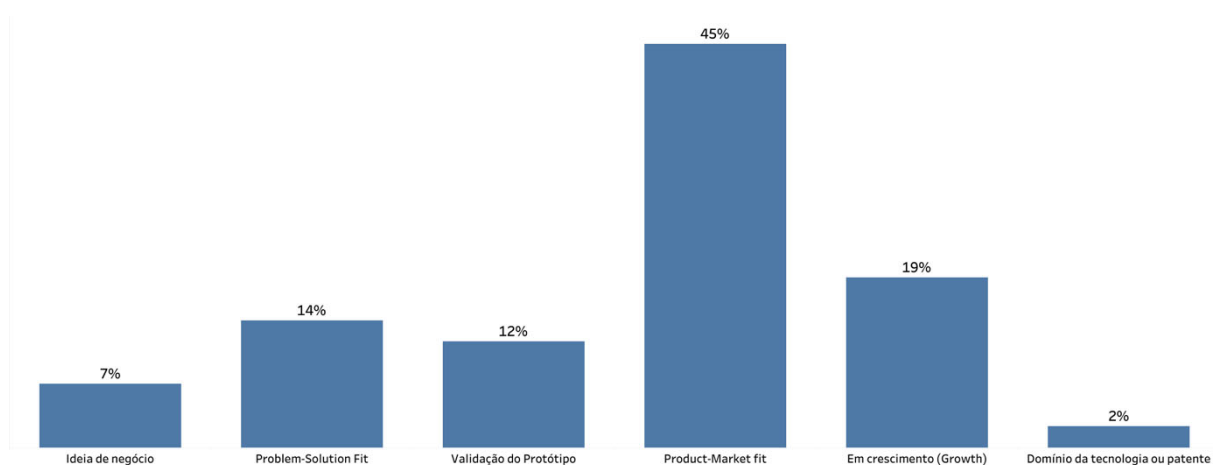
- v	Através da rede de relacionamentos dos sócios	::
- v	Através da rede de relacionamento do time de investimento	::
- v	Através de indicação das empresas do portfólio	::
- v	Através de indicação de outros investidores	::
- v	Busca ativa pelo próprio fundo	::
- v	Empresa buscou o fundo proativamente (ex. site do fundo ou via <i>inbound</i>)	::

Fonte: de autoria própria.

Para compreender em qual das etapas a empresa se encontra, é mais relevante, no processo decisório dos fundos respondentes, o *Product-Market Fit*, que foi o mais

citado (45%). Segundo Nobel (2011), refere-se ao ajuste entre uma solução desenvolvida e o problema identificado. Também foram elencadas as etapas de empresas em crescimento (19%) e fases com caráter mais incipiente, como *Problem-Solution Fit* (12%) e validação de protótipo (12%). Ou seja, esses investidores acreditam ser mais importante a empresa já ter encontrado um produto que tenha encaixe com o mercado, ou que esteja em crescimento.

Figura 18 – Qual etapa mais relevante a empresa avaliada se encontra no seu processo decisório



Fonte: de autoria própria.

4.2.1 Duração média e tamanho do funil de investimento das gestoras

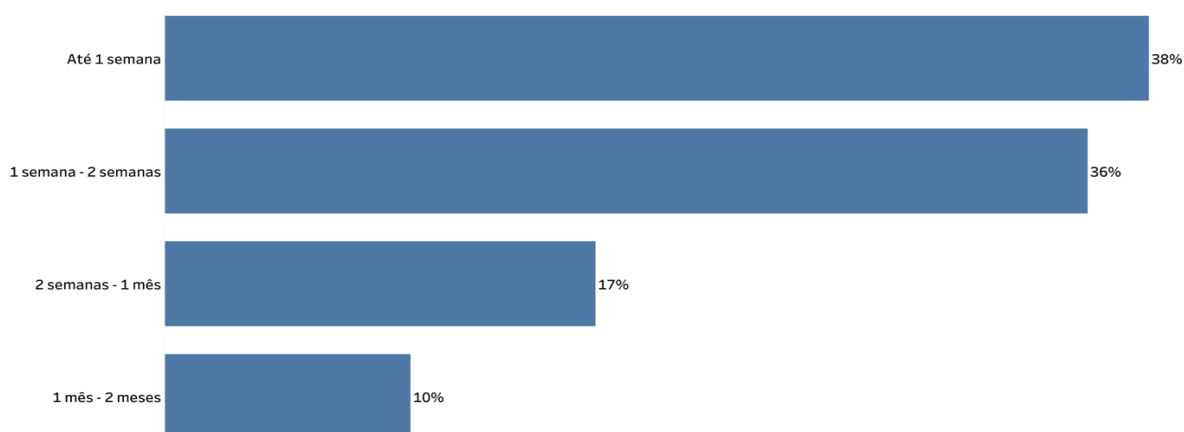
Na investigação, dividiu-se a duração das etapas do funil de investimento nas seguintes etapas, usando conceitos de Fried e Hisrich (1994) e o modelo elaborado por Tyebjee e Bruno (1984), em conjunto com a etapa de pré-teste do questionário:

- Originação: primeiro contato com a empresa até a apresentação (*pitch*) ao fundo
- Triagem: *pitch* da empresa até o *Term Sheet* (pós comitê de investimento)
- Avaliação: processo de diligência da empresa avaliada pelo fundo
- Estruturação (da transação): negociação pós *Term Sheet* e confecção dos documentos finais.
- Estruturação: contrato assinado pelas partes até o aporte realizado na empresa.

4.2.1.1 Duração média

Sobre a duração do primeiro contato com a empresa até a apresentação (*pitch*) ao fundo, a média foi entre 1 e 2 semanas (74% das respostas), se agregar-se os dois primeiros resultados com maior índice de respostas, conforme a Figura 19.

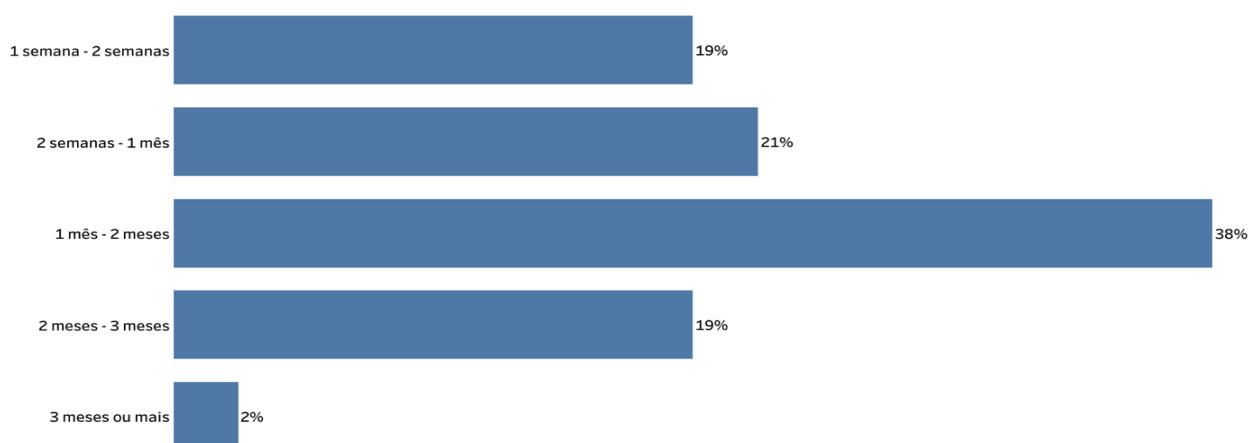
Figura 19 – Duração entre o primeiro contato até a apresentação ao fundo



Fonte: de autoria própria.

No item duração do *pitch* até o *Term Sheet* (pós comitê de investimento), tem-se na Figura 20, em média, entre 1 mês e 2 meses (38% das respostas), com respostas de aproximadamente igual proporção entre 1 semana e 2 semanas, 2 semanas e 1 mês, e entre 2 meses e 3 meses.

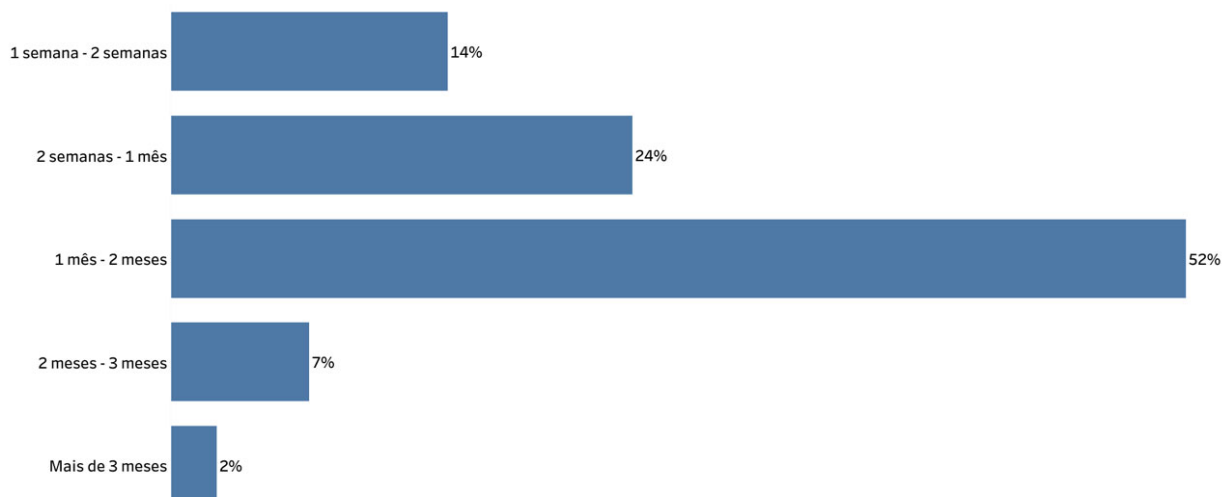
Figura 20 – Duração entre o *pitch* até o *Term Sheet*



Fonte: de autoria própria.

Quanto à duração do processo de diligência da empresa avaliada pelo fundo, tem-se na Figura 21, em média, entre 1 mês e 2 meses (52% das respostas), com 24% entre 2 semanas e 1 mês, e 14% entre 1 semana e 2 semanas.

Figura 21 – Duração do processo de diligência



Fonte: de autoria própria.

No que tange à duração da negociação pós Term Sheet e confecção dos documentos finais, tem-se, na Figura 22, que a média foi entre 1 semana e 2 semanas (40% das respostas), seguida de 29% para 2 semanas e 1 mês e 29% entre 1 mês e 3 meses, sugerindo que, na grande parte dos casos, tende a durar entre 1 semana e 1 mês, se agregar os dois primeiros resultados (69%).

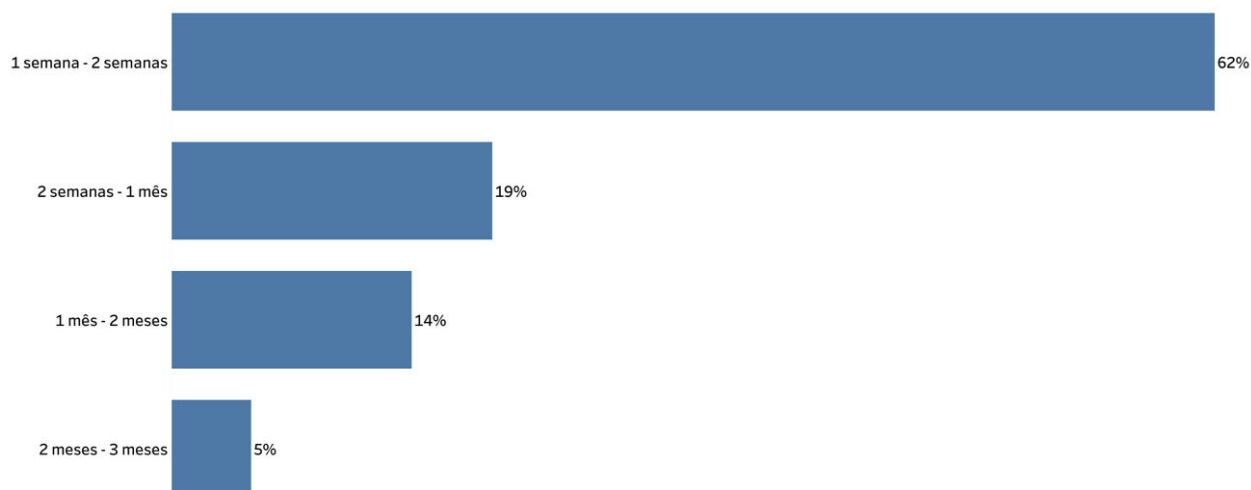
Figura 22 – Duração entre a negociação e a confecção dos documentos finais



Fonte: de autoria própria.

Quanto à duração entre o contrato ser assinado pelas partes até o aporte realizado na empresa, tem-se na Figura 23, que a média ficou entre 1 e 2 semanas (62% das respostas), sugerindo que também é um processo rápido.

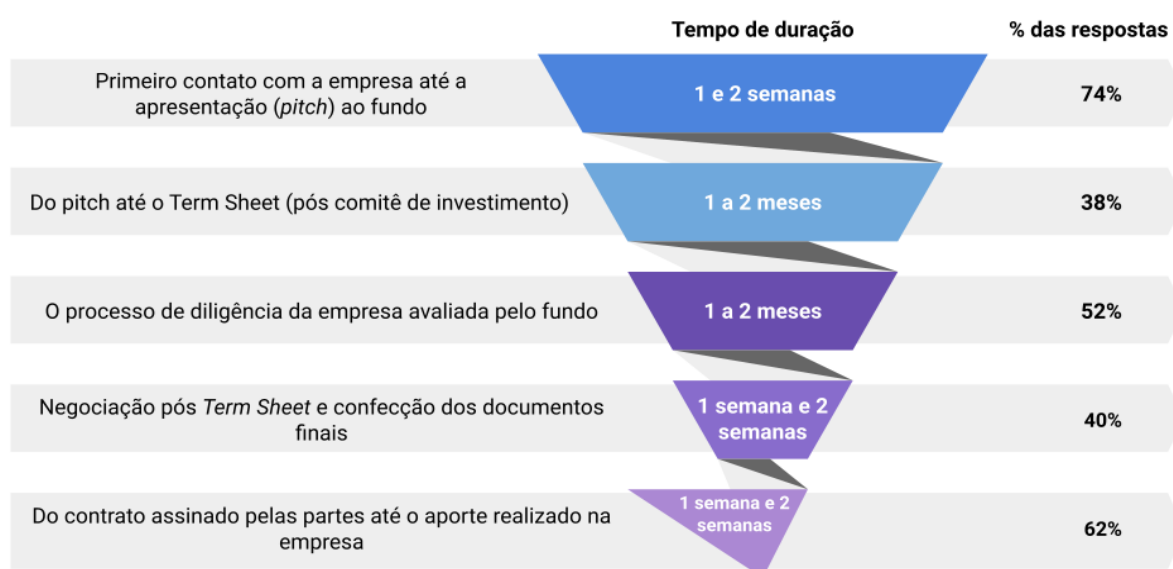
Figura 23 – Duração entre contrato ser assinado até o aporte realizado



Fonte: de autoria própria.

A Figura 24 exibe o tempo de duração, em média, das etapas do processo de investimento de VC, sob a ótica dos investidores.

Figura 24 – Duração média, em visão de final, do processo de investimento de VC



Fonte: de autoria própria.

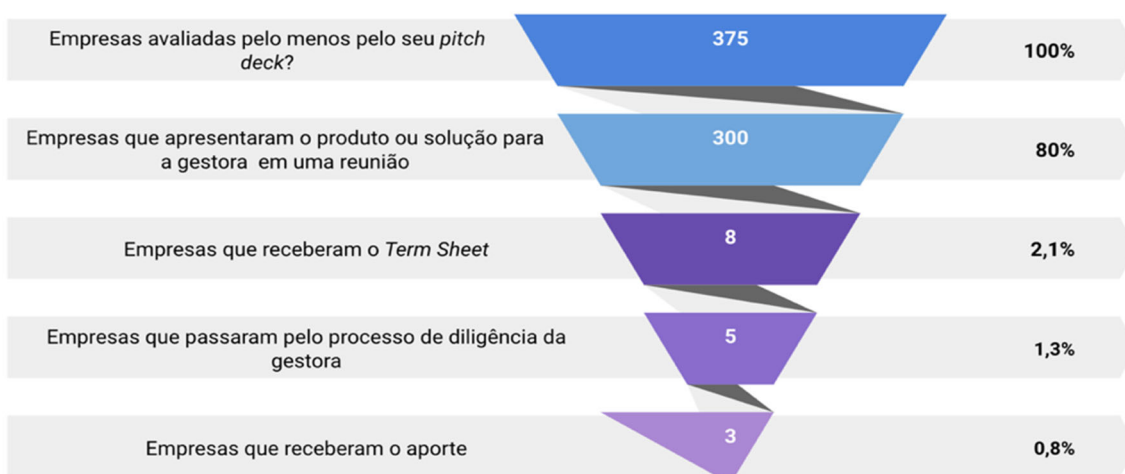
Roberts e Barley (2004), buscando compreender qual é o framework utilizado na avaliação de potenciais novas oportunidades de investimento, entrevistaram quatro VCs de firmas renomadas do Vale do Silício. Um dos entrevistados informou que o processo dura tipicamente seis semanas, da reunião inicial até à conclusão do financiamento e outro relatou que o processo dura tipicamente de dois a seis meses, com investimentos sendo feitos ao longo da vida da empresa. Já Gompers et al. (2020) encontraram que o processo leva 83 dias para concluir, em média.

Então, apenas a título de comparação, considerando sempre o melhor cenário em cada etapa, em média, pode-se afirmar que a duração média do funil de investimento das gestoras respondentes é de 2 meses e 2 semanas, resultado não distante da média detectada por Roberts e Barley (2004) e Gompers et al. (2020).

4.2.1.2 Tamanho do funil

Kaplan e Lerner (2010) expõem que os VCs investem grande parte do tempo e recursos em triagem e análise de oportunidades de investimento, sistematicamente avaliando tamanho de mercado, estratégia, tecnologia, adoção do consumidor, competição e qualidade/experiência do time de gestão. Esse processo é intensivo e disciplinado, podendo durar vários meses. A Figura 25 traz o funil encontrado na presente pesquisa, com o número de empresas dentro do funil, com sua taxa de conversão à direita.

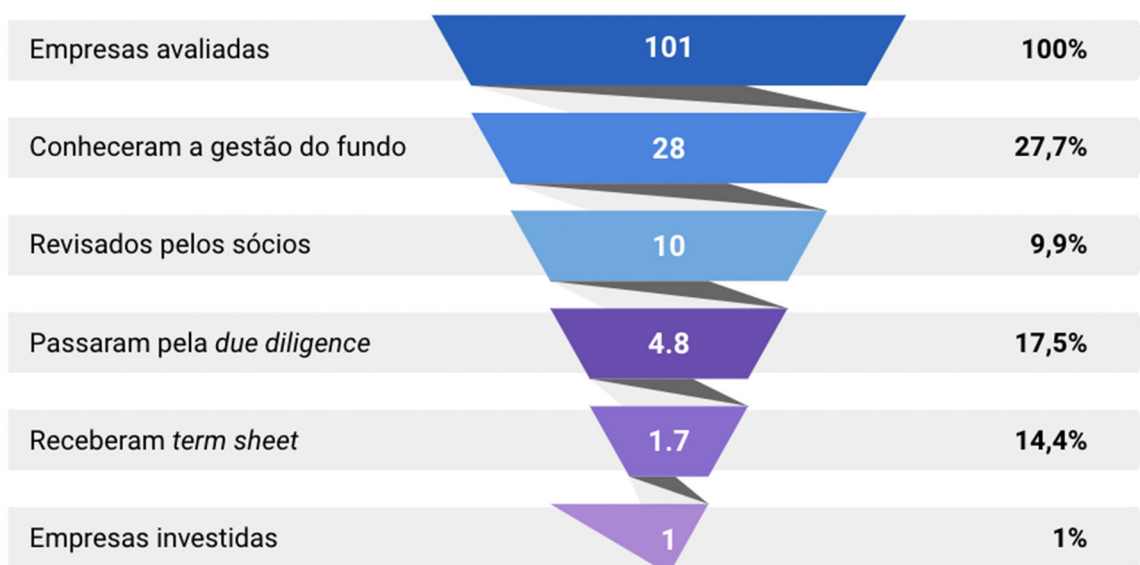
Figura 25 – Visão de funil do processo de investimento de VC desta pesquisa



Fonte: de autoria própria.

Na Figura 26, tem-se o funil organizado por Gompers et al. (2020). Se compararmos com as taxas do topo de funil da presente pesquisa, elas se diferem, por exemplo, quando se contrasta o número de empresas que chegam a conhecer o fundo depois de avaliadas. Entretanto, a etapa final do funil é muito próxima, ou seja, de 101 empresas avaliadas, apenas uma recebe o investimento, significando uma taxa de 1% (próximo do 0,8% encontrado neste estudo).

Figura 26 – Visão de funil do processo de investimento de VC



Fonte: elaborada pelo autor, com base em Gompers et al. (2020).

4.3 Análises sobre critérios de decisão em investimentos

Na terceira e última etapa, apresenta-se a análise dos dados sobre os critérios de decisão em investimentos de VC, cujo objetivo foi investigar as hipóteses de pesquisa levantadas na Matriz de Amarração presente no item 3.3, em conjunto com o instrumento de coleta apresentado no item 3.2.4.2 e Apêndice B.

4.3.1 Análises das Hipóteses 1: atratividade do mercado e resistência a ameaças

Para avaliar se atratividade do mercado e resistência a ameaças são critérios relevantes (H1) no processo de um VC, tem-se a tabela a seguir, com o detalhe de cada questão e seus respectivos IIR calculados:

Tabela 1 – Índices de importância relativa de H1

Pergunta	Descrição	IIR
P1	A empresa está explorando um mercado com alta taxa de crescimento	0,9316
P2	A gestora utiliza estudo formal de mercado e/ou mapeamento setorial para a tomada de decisão	0,8368
P3	A empresa apresenta a capacidade de resistir à sensibilidade das condições econômicas	0,8263
P4	O mercado apresenta barreiras regulatórias de entrada à competição	0,7211
	IIR mediano	0,832

Fonte: de autoria própria.

“conclusão”

A respeito da P3 e P4, Tyebjee e Bruno (1984) frisam que a atratividade de mercado se associa ao tamanho, crescimento e acessibilidade de um dado mercado. Muzyka, Birley e Leleux (1996) adicionam que o tamanho do mercado é um critério relevante também considerado. Então, através da P1 e P2, demonstra-se que são critérios relevantes.

Os mesmos autores realçam que resistência a ameaças externas do ambiente de negócios, como por exemplo baixas barreiras de entrada à competição, sensibilidade a condições econômicas e risco de obsolescência da tecnologia são critérios importantes. Em nossa amostra, entende-se que são critérios moderados.

Em estudo já citado de Roberts e Barley (2004), os autores inferem que outro importante critério é o *timing* tecnológico pois, caso seja cedo demais, não há demanda de mercado; se for tarde demais, pode ter sido perdida a janela de

oportunidade. Um dos entrevistados por ele dá prioridade a uma oportunidade em um mercado grande de um setor de crescimento rápido e acredita que um crescimento explosivo dificulta que um dado competidor acompanhe ou mesmo que os incumbentes respondam. Outro entrevistado dá prioridade à avaliação do mercado e sua análise vai desde avaliação de crescimento e tamanho do mercado até competição e taxa de adoção do consumidor nesse mercado.

Portanto, é interessante que o valor mais alto para este *cluster* foi referente à P1, pois as gestoras utilizam estudo formal de mercado e/ou mapeamento setorial para a tomada de decisão.

Nos achados desta pesquisa, aprende-se, então, que, pelo alto grau das respectivas notas (com destaque para P1, P2 e P3) deste *cluster*, este é um fator relevante no processo de decisão dos VCs.

4.3.2 Análise da Hipótese 2: Modelo de Negócio e/ou Produto

Para avaliar se modelo de negócio e/ou produto é critério relevante (H2) no processo de um VC, tem-se a tabela a seguir, com o detalhe de cada questão e seus respectivos IIR calculados:

Tabela 2 – Índices de importância relativa de H2

Pergunta	Descrição	IIR
P5	O produto apresenta a capacidade de sustentar uma posição competitiva (barreira competitiva) no mercado através de diferenciação de seu produto	0,9368
P6	A empresa apresenta modelo de negócio bem definido	0,9000
P7	A empresa avaliada não possui concorrentes diretos que já receberam aportes de outros fundos	0,6368
	IIR mediano	0,900

Fonte: de autoria própria.

Com referência à P5, Tyebjee e Bruno (1984) apontam que diferenciação de produto é a capacidade do empreendedor de usar suas habilidades técnicas na criação de um produto. Hisrich e Jankowicz (1990) citam uma oportunidade única de produto para um determinado mercado e retorno apropriado. Gompers et al. (2020) também encontram que, em se tratando de seleção de investimentos, logo após analisar o time fundador, os investidores se dedicam a avaliar o modelo de negócio e o produto.

Em relação à P7, Muzyka, Birley e Leleux (1996) analisam a categoria de estratégia e competitividade como sendo a capacidade de criar barreiras de entrada, habilidade de manutenção de posição competitiva, criando um produto que tenha a viabilidade de sustentar uma posição competitiva no mercado e *Product-market fit*, como tamanho de mercado, singularidade de produto e tecnologia e outros. Macmillan et al. (1985) e Macmillan et al. (1987) discorrem sobre característica do produto ou serviço e a relação com a *performance* do empreendimento acerca das vendas e participação de mercado.

A identificação da P7 como critério com importância relativa mais baixa que as demais deve-se ao fato de os investidores terem preferência por formar sindicatos, especialmente nas primeiras rodadas de negócios, como revela Lerner (1994).

Nos achados desta pesquisa, entende-se, então, que, pelo alto grau das respectivas notas (com destaque para P5 e P6) deste *cluster*, este é um fator relevante no processo de decisão dos VCs, exceto pelo fato de existirem ou não concorrentes diretos que já receberam aportes de outros fundos.

4.3.3 Análise da Hipótese 3: Time fundador

Para avaliar se time fundador é critério relevante (H3) no processo de um VC, tem-se a tabela 3, com o detalhe de cada questão e seus respectivos IIR calculados:

Tabela 3 – Índices de importância relativa de H3

Pergunta	Descrição	IIR
P8	Capacidade do time fundador de articular e discutir questões sobre a empresa e negócio que estão criando	1,0421
P9	Time fundador possui visão de longo prazo para o negócio que está criando	1,0211
P10	Time fundador demonstra determinação e capacidade para gerenciar empresa de alto crescimento	1,0000
P11	Levantamento de referências do time de fundadores da empresa avaliada	0,9895
P12	Identificação de "paixão" no time fundador da empresa avaliada	0,9789
P13	Pelo menos um membro do time fundador com resiliência e capacidade de lidar com riscos	0,9316
P14	Capacidade do time fundador de ter atenção ao detalhe	0,8947
P15	Pelo menos um membro do time fundador com experiência prévia na indústria em que estão empreendendo o negócio	0,8895
P16	Existência de mais de um membro do time fundador	0,8895
P17	Pelo menos um membro do time fundador com experiência em Engenharia ou Tecnologia	0,8842
P18	Pelo menos um membro do time fundador com experiência prévia em gestão de negócios e/ou pessoas	0,8737
P19	Pelo menos um membro do time fundador com capacidade operacional	0,8421
P20	Pelo menos um membro do time fundador com experiência prévia em empreendedorismo	0,8105
P21	Pelo menos um membro do time fundador com habilidade de liderança já comprovada	0,8105
P22	Time fundador com perfis heterogêneos de formação acadêmica	0,7737
P23	Time fundador que deixa uma carreira promissora no mercado de trabalho para empreender um novo negócio	0,7684
P24	Pelo menos um membro do time de fundador com formação em universidades renomadas	0,5579
	IIR mediano	0,899

Fonte: de autoria própria.

"conclusão"

Na sequência, demonstra-se de onde surgiu o critério adicionado ao questionário, vindo da literatura ou da etapa de pré-teste, junto ao seu *ranking* de importância relativa, medido através do IRR.

Macmillan et al. (1985) relatam que a P13, que figura em 6º, se relaciona à característica de personalidade do empreendedor. Resiliência e capacidade de lidar com risco são os fatores mais importantes na descoberta deste estudo. Sobre a P21, que figura em 14º, Robinson (1987) descreve a composição da equipe, VCs procuram uma equipe de gestão completa em termos de competências gerenciais e em experiência prévia. Muzyka, Birley e Leleux (1996) reforçam os critérios associados à capacidade de liderança do empreendedor líder e da equipe de gestão.

No tocante à P18, que figura em 11º, Hisrich e Jankowicz (1990) falam sobre as características gerais e experiência do empreendedor, time de gestão e continuidade da empresa/mercado, onde a experiência, personalidade e *background* do líder do empreendimento, assim como características do time de gestão em suportar a liderança foram as características predominantes na análise. Kaplan e Strömberg (2004) ressaltam fatores vinculados às ações de gerenciamento e/ou à qualidade da equipe de gerenciamento, dado que acreditam que esses fatores têm maior probabilidade de estarem sujeitos a informações assimétricas e risco moral do time de gestão.

Quanto à P8, que figura em 1º, segundo Lerner (2002), ao avaliar companhias de tecnologia, os VCs consideram diversos critérios e estes estão inexoravelmente ligados à avaliação da gestão da empresa avaliada. Os autores creem que uma dada tecnologia promissora pode não atender ao mercado, então apostam que, com flexibilidade e experiência de um time sofisticado de gestão, podem ser encontradas boas oportunidades em um mercado potencial. Interessante notar que esta foi uma declaração dos investidores durante o pré-teste do instrumento de coleta que, no resultado geral, aparece como o critério mais importante.

Sobre a P15, que figura em 8º, Robinson (1987) declara que o segundo fator de grande preocupação dos VCs é relativo às experiências técnicas e à indústria em que a empresa atua. Franke et al. (2008) distinguem que os gestores de VCs novatos

tendem a valorizar as qualificações individuais dos membros do time, ao passo que os experientes valorizam a coesão da equipe. Ambos enxergam a experiência na indústria como o critério mais importante.

No que tange à P12, que aparece em 5º, Roberts e Barley (2004) evidenciam que há preferência para empreendedores técnicos (se estiverem resolvendo um problema técnico) e orientado para vendas. Após a avaliação referente ao mercado, são considerados os times, pois acreditam que eles devem ter a paixão e o entendimento do problema que estão se propondo a resolver e buscam um time que esteja na empresa durante os tempos difíceis. Para isso, examinam as motivações pessoas e os critérios de sucesso dos empreendedores.

Sobre a P19, colocada em 12º e a P23, em 16º, Bernstein, Korteweg e Laws (2017) informam que dois pontos chamam a atenção dos investidores: sua capacidade operacional (principalmente nos estágios iniciais da *startup*, quando ocorre a maioria das experimentações) e quando os empreendedores, mesmo com opções atraentes no mercado, se comprometem com o negócio, gerando credibilidade aos investidores que avaliam o negócio.

Com referência à P22, que se posiciona em 15º e à P24, em 17º, como já citado anteriormente, Franke et al. (2008) apontam *background* educacional e experiência na indústria, critérios que, nesta pesquisa, não pareceram tão relevantes.

Algumas questões como P9, P10, P11, P14, P16, P17 e P20 não haviam sido encontradas na literatura e foram adicionadas ao questionário por terem sido citadas pelos investidores durante o pré-teste. Vale notar que foram confirmadas como critérios importantes, principalmente P9, P10 e P11.

Nos achados desta pesquisa, compreende-se, então, que, pelo alto grau das notas deste *cluster*, este é um fator relevante no processo de decisão dos VCs, com destaque para P8 a P13, que figuraram entre os cinco critérios mais importantes.

Desvela-se um contraponto interessante em Kaplan, Sensoy e Strömberg (2009). Ao analisarem informações de ofertas públicas de empresas apoiadas por VC, encontraram que fatores envolvendo o negócio (como produto, tecnologia e modelos de negócios) permanecem estáveis ao longo do tempo; já o time de gestão sofre alterações substanciais, sugerindo que investidores deveriam priorizar aspectos referentes ao negócio frente ao time de gestão. Os autores adicionam, em um estudo muito referenciado por outros autores citados nesta pesquisa e intitulado “Os investidores devem apostar no jóquei ou no cavalo?”, em que analisam o plano de negócio de 50 empresas que fizeram IPO nos Estados Unidos, que os investidores devem colocar maior peso na avaliação do negócio (ou seja, nos cavalos) do que no time de gestão (nos jóqueis). Trata-se de um contraponto interessante, pois parece existir uma mudança no peso do critério time para modelo de negócio e produto ao longo do desenvolvimento da empresa. Então, o estágio em que a empresa se encontra pode influenciar o reconhecimento do fator de decisão mais importante.

4.3.4 Análise da Hipótese 4: potencial de resgate

A avaliação do potencial de resgate como critério relevante (H4) no processo de um VC baseou-se em apenas uma questão, pois, durante o pré-teste do instrumento de pesquisa, percebeu-se que se trata de uma informação que a maioria dos participantes não forneceriam.

Assim, para endereçar essa temática, realizou-se a questão exibida na Figura 27. Solicitou-se aos participantes que apenas ordenassem as opções, comparando o potencial de resgate com os critérios já questionados no instrumento de pesquisa.

Figura 27 – Questão sobre potencial de resgate

15 → Na sua experiência como VC, qual dos critérios abaixo você o considera mais importante na sua tomada de decisão quando seleciona uma nova empresa para ser investida pelo sua gestora?*

Por favor, ordene as opções abaixo, por ordem de prioridade.

Arraste e solte para classificar as opções

- v	Time fundador	::
- v	Potencial de resgate do investimento	::
- v	Mercado	::
- v	Modelo de Negócio e/ou Produto	::

[Add choice](#)

Fonte: de autoria própria.

Este é um critério importante, sob a ótica de Tyebjee e Bruno (1984). Os autores alegam que os gestores de *Venture Capital* tipicamente desejam recuperar o retorno de seu investimento em 5 a 10 anos após o investimento inicial. Para alcançar esse fim, os gestores desempenham um papel ativo, direcionando a companhia investida a fusões e aquisições ou ofertas públicas.

Outros autores, como Macmillan et al. (1985) e Muzyka, Birley e Leleux (1996) destacam esse critério, quando investigam categorias de caráter financeiros, como, por exemplo, taxa de retorno esperada, capacidade de realizar *cash-out* e considerações gerais sobre a empresa avaliada pelo fundo e retorno sobre o investimento realizado.

Pelos achados desta pesquisa, expressa-se que não é possível concluir sobre a importância relativa deste critério, dado que foi pouco explorado, em apenas uma única pergunta no questionário. Entretanto, parece ser um fator moderado no processo de decisão dos VCs, já que, segundo a análise da ordenação dos critérios presentes na Figura 27, o potencial de resgate figurou em último lugar na ordenação.

Aparenta ser boa uma oportunidade de pesquisa futura, uma vez que há evidências desse critério na literatura, no que tange ao retorno do investimento que realizaram na *startup* e fusões e aquisições, e principalmente devido à declaração dos investidores, de que não estão confortáveis em aprofundar o assunto.

4.3.5 Análise da Hipótese 5: prevalência de critérios de importância

Para avaliar se um dos critérios referentes de H1 e H4 (já agrupados em *cluster* e excluindo a H4 da análise) têm prevalência sobre os demais (H5), tem-se o Quadro 3, com o detalhe de cada *cluster* e suas respectivas medianas do IRR calculadas nas etapas anteriores.

4.3.5.1 Teste de hipótese usando o IIR mediano

QUADRO 1 – TESTE DE HIPÓTESE USANDO O IRR MEDIANO

Cluster	IIR mediano
Time fundador	0,889
Modelo de negócio e/ou Produto	0,900
Atratividade do mercado e resistência a ameaças	0,832

Fonte: de autoria própria.

Segundo Barry (2017), a significância estatística nas diferenças entre as medianas dos grupos de resposta ou mudança de distribuição pode ser avaliada por meio de testes frequentistas não paramétricos, como por exemplo, testes de permutação, Mann-Whitney-Wilcoxon e outros. Portanto, como há poucas perguntas em cada *cluster* e as respostas não acompanham uma distribuição normal, optou-se por realizar testes não paramétricos, através da função *Wilcoxon Rank Sum and Signed Rank Tests* do R (documentação presente em detalhes nas Referências) e investigar se os critérios têm prevalência através do p-valor, para serem estatisticamente significativos.

Para realizar os testes de prevalência, comparam-se dois *clusters* por vez, para, ao final, comparar o p-valor e chegar a alguma conclusão sobre a existência ou não de prevalência, conforme o Quadro 4:

QUADRO 2 – TESTE INICIAL DE PREVALÊNCIA

Testes de prevalência dos <i>clusters</i>	p-valor
Time fundador comparado a Modelo de negócio e/ou Produto?	0,4578
Time fundador comparado a Atratividade do mercado e resistência a ameaças?	0,162
Modelo de negócio e/ou Produto comparado a Atratividade do mercado e resistência a ameaças?	0,4286

Fonte: de autoria própria.

Conforme testado, o p-valor é maior do que 0.05, ou seja, não se pode afirmar que os resultados de prevalência são estatisticamente significativos, o que já era esperado, uma vez que o tamanho da amostra (41 respondentes) é pequeno.

4.3.5.2 Teste utilizando técnica de reamostragem

Ainda que fosse utilizada a amostra total do universo de VCs do Brasil, o p-valor do teste ainda não seria estatisticamente significativo, pois o espaço amostral é muito pequeno, como se comentou.

Para endereçar o problema, foi empregado o método de amostragem Bootstrap que, segundo Maddala (2003), tem o objetivo de reduzir desvios e fornecer desvios padrões confiáveis. Para Efron e Tibshirani (1986), a técnica de reamostragem não agrega novas informações; somente facilita o processamento das informações amostradas. Sendo amostras de distribuição normal, todas as informações sobre a média amostral estão concentradas na média amostral e na variância amostral.

Moore et al. (2006) avaliam que Bootstrap é um método para estimar a variação em uma média amostral por amostragem aleatória, usando a média dos dados de reamostragem. Analisam que, mesmo que a técnica Bootstrap pareça criar dados

repentinamente, na prática, não está utilizando informações de reamostragem como faz com dados reais; está usando a média de reamostragem para determinar como varia a média de uma amostra aleatória de tamanho N retirada dessa população. Essa prática repetida é um método perfeitamente aceitável.

Então, para este teste, decidiu-se refazer os testes, utilizando, desta vez, a função *sample* do R, para aumentar o espaço amostral que, segundo a documentação (presente em detalhes nas Referências), é usada para inicializar a diferença entre várias estatísticas uni variadas. Denota-se que o tamanho do efeito é uma diferença em medianas de 1, mas o intervalo de confiança nesse tamanho de efeito vai de -1 a +1, ou seja, é consistente com qualquer diferença entre as pontuações de “Moderado” e “Muito importante”. Como esse intervalo de confiança inclui valor zero, não é possível afirmar que a mudança da mediana de “Importante” para a mediana de “Muito Importante” é estatisticamente diferente, embora o tamanho da amostra seja importante.

Então, utilizando essa função, investiga-se novamente se os critérios têm prevalência através do p-valor, utilizando um novo espaço amostral de 1000 respondentes e realizando novamente o teste de Wilcoxon. Confrontam-se, de novo, dois *clusters* por vez para, ao final, comparar o p-valor, conforme o Quadro 5, onde já estão organizados em ordem de prevalência:

QUADRO 3 – TESTE DE PREVALÊNCIA COM MAIOR ESPAÇO AMOSTRAL

Testes de prevalência	p-valor
Time fundador comparado a Modelo de negócio e/ou Produto?	0,002867
Time fundador comparado a Atratividade do mercado e resistência a ameaças?	Menor que 2. 2¹⁶
Modelo de negócio e/ou Produto comparado a Atratividade do mercado e resistência a ameaças?	Menor que 7. 491¹²

Fonte: de autoria própria.

Uma vez que os valores do p-valor são menores que 0.05, é possível afirmar que “Time fundador” tem prevalência quando comparado a “Modelo de negócio e/ou

Produto”, que, por sua vez, tem prevalência sobre “Atratividade do mercado e resistência a ameaças”. Salienta-se que 2.2^{16} e 7.491^{12} são as notações científicas que significam que é muito próximo de zero.

4.3.5.3 Conclusão sobre prevalência dos critérios de importância

Sintetizando, fica evidente que os critérios com maiores índices de importância relativa são referentes a “Time fundador” nas Perguntas P8 a P12. Dentre todos os critérios avaliados, estes são os mais importantes no processo de tomada de decisão por VCs para novos investimentos. Além disso, também se evidencia que o *cluster* de “Time fundador” é prevalente sobre os demais, corroborando achados na literatura dos autores citados no item 4.3.4.

Outra questão significativa é um contraponto levantado no modelo de Rajan (2012), que confirma que o capital humano é inicialmente uma diferenciação para a *startup*. Não obstante, o autor também declara que precisa ser substituído nos estágios posteriores do negócio, para que os investidores consigam receber direitos de controle, viabilizando maiores captações de capital externo. Parece ser uma oportunidade de pesquisa futura, com o amadurecimento e o crescimento do ecossistema de capital de risco no Brasil.

Por fim, ainda que não tenha sido possível analisar o critério de potencial de resgate em detalhes, parece ser um critério relevante, dado que muitos respondentes o colocaram como prioridade, ao responder à pergunta sobre qual dos critérios considera mais importante na sua tomada de decisão quando seleciona uma nova empresa para ser investida pela sua gestora.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O principal objetivo deste trabalho foi compreender os fatores de decisão de gestores brasileiros de *Venture Capital* com presença no Brasil. A partir do referencial teórico, identificaram-se cinco fatores de decisão de investimento em *startups* de estágio inicial pelos VCs, a partir dos quais foram definidas cinco hipóteses de pesquisa do processo de decisão sobre como esses investidores praticam as etapas de triagem pré-investimento, onde se inicia o processo (*sourcing*), quais são os fatores de decisão para a seleção das empresas, e se há prevalência de um critério sobre os demais.

Pesquisas de Kaplan e Strömberg (2001) e Gompers et al. (2020) foram inspiradoras para o desenvolvimento do questionário aplicado de 02 de agosto de 2021 até 02 de maio de 2022. Foram coletadas 41 respostas únicas de fundos de VC, usando a estrutura de Fried e Hisrich (1994) e Tyebjee e Bruno (1984), contendo informações sobre dados demográficos, tamanho e duração média do funil de investimento dos respondentes, bem como análises sobre critérios de decisão em investimentos, sendo a principal questão da presente pesquisa, cujos principais resultados são sintetizados a seguir.

Primeiro, o critério de time fundador é favorável à 3ª hipótese de pesquisa e consistente com os resultados obtidos por Macmillan et al. (1985), Robinson (1987), Hisrich e Jankowicz (1990), Lerner (2002), Roberts e Barley (2004), Franke et al. (2008), Bernstein et al. (2017). Kaplan, Sensoy e Strömberg (2009). Há um contraponto interessante sobre o impacto do time fundador e modelo de negócio e produto ao longo do desenvolvimento da empresa. O estágio em que a empresa se encontra pode influenciar a mudança de foco dos investidores sobre o fator de decisão mais importante. Ainda que, neste trabalho, haja dados sobre este ponto, ainda carece de maior profundidade para chegar a alguma conclusão.

Segundo, foi analisado com muita atenção o time fundador da empresa avaliada e o seu impacto no processo de decisão. Porém, também seria revelador entender o impacto do time que atua no fundo de VC, dado que Gompers et al. (2008) realizaram

um estudo empírico, onde foram analisadas mais de 30.000 decisões de investimento de um total de 1084 firmas de *Venture Capital* que investiram em 13.785 empresas, concluindo que firmas mais experientes e especializadas obtêm mais sucesso.

Terceiro, foram critérios com altos índices de importância relativa: o time fundador possuir capacidade de articular e discutir sobre o negócio que estão criando, ter visão de longo prazo, demonstrar determinação e capacidade de gerenciar empresas de alto crescimento.

Por fim, outro ponto digno de nota para análise é levantado no modelo de Rajan (2012), onde se confirma que o capital humano é inicialmente uma diferenciação para a *startup*. No entanto, também anuncia que precisa ser substituído nos estágios posteriores do negócio, para que os investidores recebam direitos de controle, viabilizando maiores captações de capital externo.

O trabalho traz contribuições expressivas, tanto para a academia quanto para o ecossistema empreendedor. De um lado, entrega mais um avanço de conhecimento na área de Finanças para Empreendedorismo, onde se evidenciam novas perguntas a serem feitas e hipóteses a serem levantadas. De outro, propicia uma contribuição prática para os empreendedores compreenderem o que se passa quando estão sendo avaliados para um investimento em suas empresas.

Além dos esforços já citados, relacionados às parcerias com associações e fundos de VC e construção do *site* para apoiar os esforços, para apoiar a apresentação da pesquisa e convite aos respondentes, notou-se que os resultados foram impactados pelo tamanho do espaço amostral. O público envolvido nesta pesquisa é de difícil acesso e, principalmente, de engajamento em relação aos trabalhos acadêmicos. Apenas como comparação, Gompers et al. (2020) alcançaram um resultado surpreendente de 13.448 sujeitos, com o recebimento de 1.110 respostas e utilização de apenas 885 respostas de membros de fundos institucionais de VC. A seleção dos respondentes foi feita com bastante cuidado, para abarcar respondentes de fundos institucionais de VC, com contatos de diversas bases como VentureSource, ex-alunos do programa da Kauffman Fellowship e *National Venture Capital Association* (NVCA).

Um ponto comum com as pesquisas americanas foi o uso de parcerias com organizações para rodar a pesquisa citada.

Outra dificuldade enfrentada foi delimitar o denominado estágio inicial (*early stage*) no Brasil, devido ao fato de que os investidores anjos, *pré-seed* e *seed* possuem características similares, principalmente em relação aos tamanhos de cheques e à maneira como os próprios investidores se autodeclaram. Isso pode ocorrer no mercado brasileiro, devido à maturidade do mercado e à criação de fundos novos se, por exemplo, compararmos com o mercado americano, em relação ao número de transações, quantidade de fundos institucionais e volume de investimento.

Novas questões e hipóteses foram levantadas para estudos futuros, favorecendo a continuidade de alguns caminhos percorridos pela presente pesquisa. Há a necessidade de aprofundamento dos dados demográficos dos respondentes, no que tange a potencial de resgate, tamanho de *tickets*, o modo como as empresas chegam ao *deal flow* do fundo, detalhes sobre a duração de cada etapa do funil de investimento e a maneira como cada fundo analisa as empresas de forma diferente, por exemplo em relação aos estágios ou ao tipo de foco de tese de investimento do fundo de VC.

Outro tema que merece aprofundamento é a formação de sindicatos no Brasil. Sob a ótica de Lerner (1994), isso ocorre quando se percebe a oportunidade de formar uma parceria (conhecida no mercado pelo jargão *syndication*) e co-investir com outros investidores, que também identificam uma oportunidade na companhia avaliada. Segundo o autor, os VCs acreditam que o estabelecimento de parcerias com outros investidores, em rodadas iniciais de investimentos, pode levar a uma melhor tomada de decisão. Dado que o ecossistema de capital de risco está nascente no Brasil e muito fundos de VC estrangeiros estão iniciando operação no país, pode existir uma tendência para a formação de sindicatos, a fim de entrar no mercado brasileiro e começar a entender as suas peculiaridades.

REFERÊNCIAS

ANDREASSI, T.; SIQUEIRA, E. M. R. **The funding of new technology-based firms in Brazil**. International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management, v. 6, n. 4–5, p. 369–382, 2006.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: 2o Censo Brasileiro**, 2011. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2019.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/>>. Acesso em: 11 nov. 2019.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). **Consolidação de dados da indústria de PE e VC no 1º trimestre de 2022**. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5255.pdf>>. Acesso em: 03 jun. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). **Sobre o setor**. 2012. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS (ABSTARTUPS). **StartupBase**. São Paulo, 2019. Disponível em: <<https://startupbase.com.br/>>. Acesso em: 5 jun. 2022.

BARRY, D. **Do not use averages with Likert scale data**. 2017. Disponível em: <<https://bookdown.org/Rmadillo/likert/>>. Acesso em: 6 jul. 2022.

BERNSTEIN, S.; KORTEWEG, A.; LAWS, K. **Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment**. *Journal of Finance*, v. 72, n. 2, p. 509–538, 2017.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investimentos**. 8 ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda., 2010.

CB INSIGHTS. **The Top 20 Reasons Startups Fail**. [S.I.] 2019. Disponível em: <<https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>>. Acesso em: 13 nov. 2019.

COLE, J. M. **From Blockbuster to dentistry, a valuable lesson: disrupt or be disrupted**. *Journal of the American Dental Association*, v. 149, n. 10, p. 831–832, 2018.

COYLE, B. **Venture Capital and Buyouts: Corporate Finance**. Chicago and London: Fitzroy Dearborn Publishers, 2000.

CRUNCHBASE. **Private Unicorn Company List**. [S.I.] 2022. Disponível em: <<https://www.crunchbase.com/lists/crunchbase-private-unicorn-company-list/f406c855-fff9-419b-9b44-324e1bfe3081/organization.companies>>. Acesso em: 06 jun. 2022.

DALIO, R. **Principles: Life & Work**. New York: Simon & Schuster, 2017.

DISTRITO. **Relatório Corrida dos Unicórnios 2019**. [S.I.] 2019. Disponível em: <<https://conteudo.distrito.me/unicornios>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

DISTRITO. **Venture Capital no Brasil: mapeamento e perfil dos principais gestores**. 2019. [S.I.] 2019. Disponível em: <<https://conteudo.distrito.me/dataminer-venture-capital-brasil>>. Acesso em 11 de novembro de 2019.

DISTRITO. **Relatório Corrida dos Unicórnios 2020**. [S.I.] 2020. Disponível em: <<https://conteudo.distrito.me/unicornios>>. Acesso em: 03 jun. 2020.

DISTRITO. **Inside Venture Capital Report**. [S.I.] 2020. Disponível em: <<https://conteudo.distrito.me/dataminer-inside-venture-capital-brasil>>. Acesso em: 23 nov. 2020.

DISTRITO. **Retrospectiva Data Mining 2021** [S.I.] 2022. Disponível em: <<https://materiais.distrito.me/mr/retrospectiva>>. Acesso em: 23 mai. 2022.

DISTRITO. **Relatório Corrida dos Unicórnios 2021**. [S.I.] 2022. Disponível em: <<https://conteudo.distrito.me/unicornios>>. Acesso em: 05 jun. 2022.

DIXON, R. **Venture capitalists and the appraisal of investments**. Omega, v. 19, n. 5, p. 333–344, 1991.

EFRON, B.; TIBSHIRANI, R. **Bootstrap Methods for Standard Errors, Confidence Intervals and Other measures of Statistician Accuracy**, Statistical Science, Vol. 1, 1986, pp. 54-77

FRANKE, N. et al. **Venture capitalists' evaluations of start-up teams: Trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience**. Entrepreneurship: Theory and Practice, v. 32, n. 3, p. 459–483, 2008.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. **Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making**. Financial Management, v. 23, n. 3, p. 28, 1994.

GANZI, J. et al. **Leverage for the Environment: A Guide to the Private Financial Services Industry**. Washington: World Resources Institute, 1998. Disponível em: <http://pdf.wri.org/leverage_for_the_environment.pdf>. Acesso em: 09 mai. 2022.

GOMPERS, P. **The Rise and Fall of Venture Capital**. Business and Economic History, v. 23, n. 2, p. 1–26, 1994.

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

GOMPERS, P. A. et al. **How do venture capitalists make decisions?** *Journal of Financial Economics*, v. 135, n. 1, p. 169–190, 2020.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. **What Drives Venture Capital Fundraising?** *SSRN Electronic Journal*, n. December, 2005.

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The venture capital cycle**. 2. ed. Cambridge, MA: The MIT press, 2006.

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The venture capital revolution**. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, p. 145–168, 2001.

GORMAN, M.; SAHLMAN, W. A. **What do venture capitalists do?** *Journal of Business Venturing*, v. 4, n. 4, p. 231–248, 1989.

GRIFFIN, Z. **Crowdfunding: Fleecing the American Masses**. *SSRN Electronic Journal*, v. 4, n. 2, 2012.

HALL, J.; HOFER, C. W. **Venture capitalist' decision criteria in new venture evaluation**. *IEEE Engineering Management Review*, v. 21, n. 2, p. 49–58, 1993.

HISRICH R.; PETERS M.; SHEPHERD D. **Empreendedorismo**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2014.

HISRICH, R. D.; JANKOWICZ, A. D. **Intuition in venture capital decisions: An exploratory study using a new technique**. *Journal of Business Venturing*, v. 5, n. 1, p. 49–62, 1990.

JAZBEC, A.; MARCHETTI, H. **Getting stabbed by a unicorn**. *Triple Helix Scientific News*. 2015. [S.I.] 2015. Disponível em:

<https://www.triplehelixassociation.org/helice/volume-4-2015/helice-issue-2-4/triple-helix-scientific-news/getting-stabbed-by-a-unicorn>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

KAPLAN, S. N.; SENSOY, B. A.; STRÖMBERG, P. **Should Investors Bet on the Jockey or the Horse.** *The Journal of Finance*, v. 64, n. 1, p. 75–115, 2009.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. **Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring.** *American Economic Review*, v. 91, n. 2, p. 426–430, 2001.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. **Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses.** *Journal of Finance*, v. 59, n. 5, p. 2177–2210, 2004.

LEACH C. J.; MELICHER R. W. **Entrepreneurial Finance.** 5 ed. Cengage Learning, 2014.

LERNER, J.; HARDYMON, F.; LEAMON, A. **Venture capital and private equity: a casebook.** 4. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009.

LERNER, J. **The syndication of venture capital investments.** *Financial Management*, 23, issue 3, 1994.

MACMILLAN, I. C.; KULOW, D. M.; KHOYLIAN, R. **Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance.** *Journal of Business Venturing*, v. 4, n. 1, p. 27–47, 1989.

MACMILLAN, I. C.; SIEGEL, R.; NARASIMHA, P. N. S. **Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals.** *Journal of Business Venturing*, v. 1, n. 1, p. 119–128, 1985.

MACMILLAN, I. C.; ZEMANN, L.; SUBBANARASIMHA, P. N. **Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process.**

Journal of Business Venturing, v. 2, n. 2, p. 123–137, 1987.

MADDALA, G.S. **Introdução à Econometria**. 3a. ed., Editora LTC: Rio de Janeiro, p. 318, 2003

MAZZON, J. A. **Using the Methodological Association Matrix in Marketing Studies**. Brazilian Journal of Marketing, v. 17, n. 5, Oct. 2108. DOI: 10.5585/bjm.v17i5.4175.

METRICK, A.; YASUDA, A. **Venture Capital & The Finance of Innovation**. 2 ed., New York: John Wiley & Sons, 2010.

MOORE, D. S.; McCABE, G.P.; DUCKWORTH, W.M.; SCLOVE, S.L. **The Practice of Business Statistics: Using data for decisions**. 1a. ed. LTC: Rio de Janeiro, p. 785, 1996

MUZYKA, D.; BIRLEY, S.; LELEUX, B. **Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists**. Journal of Business Venturing, v. 11, n. 4, p. 273–287, 1996.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **NVCA Yearbook 2020** [S.I.] 2020. Disponível em: <<https://nvca.org/research/nvca-yearbook/>>. Acesso em: 09 jun. 2020.

NOBEL, C. **Teaching a ‘Lean Startup’ Strategy** [S.I.] 2011. Disponível em: <<https://hbswk.hbs.edu/item/teaching-a-lean-startup-strategy>>. Acesso em: 02 jul. 2022.

PORTER, M. **Competitive Strategy**. New York: The Free Press, 1980.

RAMALHO, C. C. M. **Private Equity and Venture Capital: An Important Public Policy towards Innovation and Entrepreneurship in Brazil**. EnANPAD, v. 2008, p. 1–13, 2010.

R DOCUMENTATION. **Willcox Test Function** [S.I.]. Disponível em: <<https://www.rdocumentation.org/packages/stats/versions/3.6.2/topics/wilcox.test>>. Acesso em: 02 jul. 2022.

R DOCUMENTATION. **Sample Function** [S.I.]. Disponível em: <<https://www.rdocumentation.org/packages/base/versions/3.6.2/topics/sample>>. Acesso em: 03 jul. 2022.

ROBERTS, M. J.; BARLEY, L. **How Venture Capitalists Evaluate Potential Venture Opportunities**. 2004.

ROBINSON, R. B. **Emerging strategies in the venture capital industry**. Journal of Business Venturing, v. 2, n. 1, p. 53–77, 1987.

ROMANI, G.A. **O capital de risco no Brasil: uma contribuição a partir da experiência francesa**. São Paulo, 1997.

ROSSI, L. E. M. **Manual de Private Equity e Venture Capital: Passos Para Atração de Investidores e Alocação de Recursos**. São Paulo: Atlas, 2010.

SAHLMAN, W. A. **The structure and governance of venture-capital organizations**. Journal of Financial Economics, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990.

SANDBERG, W. R.; SCHWEIGER, D. M.; HOFER, C. W. **The Use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalists' Decision Processes**. Entrepreneurship Theory and Practice, v. 13, n. 2, p. 8–20, 1989.

SAPIENZA, H. J. **When do venture capitalists add value?** Journal of Business Venturing, v. 7, n. 1, p. 9–27, 1992.

SASSO, Rafael C. **Qualidade de lucros e estrutura de propriedade: A indústria de private equity no Brasil**. São Paulo, 2012. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SHEPHERD, D. A.; ZACHARAKIS, A.; BARON, R. A. **VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better**. *Journal of Business Venturing*, v. 18, n. 3, p. 381–401, 2003.

SCHUMPETER, J. **The Theory of Economic Development**. Oxford. Oxford University Press, 1978.

STARTUP GENOME. **The Global Startup Ecosystem Report**. 2022. Disponível em: <<https://startupgenome.com/report/gser2022>>. Acesso em: 21 jun. 2022.

THE ASSOCIATION FOR PRIVATE CAPITAL INVESTMENT IN LATIN AMERICA (LAVCA). Disponível em: <<https://lavca.org/>>. Acesso em: 03 mai. 2022.

THE ASSOCIATION FOR PRIVATE CAPITAL INVESTMENT IN LATIN AMERICA (LAVCA). **Annual Review of Tech Investment in Latin America**. 2019. Disponível em: <<https://lavca.org/industry-data/inside-another-record-breaking-year-lavcas-annual-review-of-tech-investment-in-latin-america/#>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

THE ASSOCIATION FOR PRIVATE CAPITAL INVESTMENT IN LATIN AMERICA (LAVCA). **Annual Review of Tech Investment in Latin America**. 2020. Disponível em: <<https://lavca.org/industry-data/inside-the-4th-consecutive-peak-year-lavcas-annual-review-of-tech-investment-in-latam/>>. Acesso em: 12 jun. 2020.

THE ASSOCIATION FOR PRIVATE CAPITAL INVESTMENT IN LATIN AMERICA (LAVCA). **2022 LAVCA Industry Data and Analysis**. 2022. Disponível em: <<https://lavca.org/industry-data/2022-lavca-industry-data-and-analysis/>>. Acesso em: 13 mai. 2022.

TYEBJEE, T. T.; BRUNO, A. V. **A Model of Venture Capitalist Investment Activity**.

Management Science, v. 30, n. 9, p. 1051–1066, 1984.

WELLS, W. A. **Venture Capital Decision Making unpublished doctoral dissertation**, Carnegie-Mellon University. 1974.

WINBORG, J.; LANDSTRÖM, H. **Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors**. Journal of Business Venturing, v. 16, n. 3, p. 235–254, 2001.

WONG, A.; BHATIA, M.; FREEMAN, Z. **Angel finance: the other venture capital**. Strategic Change, v. 18, n. 7–8, p. 221–230, 2009.


ZACHARAKIS, A. L.; MEYER, G. D. **A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision process?** Journal of Business Venturing, v. 13, n. 1, p. 57–76, 1998.

ZACHARAKIS, A. L.; MEYER, G. D. **The potential of actuarial decision models**. Journal of Business Venturing, v. 15, n. 4, p. 323–346, 2000.


APÊNDICES

APÊNDICE A – SITE CONSTRUÍDO PARA EXECUÇÃO DA PESQUISA

Pesquisa VC da FEA-USP Início Sobre [Responder a pesquisa](#)



Pesquisa da Universidade de São Paulo para apoiar o empreendedorismo e a inovação do Brasil



Apresentação da pesquisa


Festa pesquisa faz parte do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, coordenado pelo mestrando Karimma Karamoglu Sivem, e orientado pela Prof.^a Dr.^a Lilian Sanchez Correia da FEA-USP.

[Saiba Mais](#)

Apoio do ecossistema

Pesquisa acadêmica com viés prático de esclarecer sobre a Indústria de Venture Capital no Brasil, e apoiada por importantes gestores brasileiros e pelo principal *follow-up* de venture capital do país.


[Saiba Mais](#)



Cuidado com seus dados

Nesta seção apresentamos como seus dados serão tratados, de forma anônima, sigilosa e respeitando a LGPD.

[Saiba Mais](#)



Contato

Se tiver alguma dúvida, entre em contato conosco, através dos contatos abaixo, ou do formulário ao lado.

E-mail
adriano@usp.br

Telefone e WhatsApp
+55 (0) 9-9558-8778

Nome *

Nome Sobrenome

E-mail *

Mensagem *

[Enviar](#)

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo

Avenida Professor Luciano Gualberto, 908 - Butantã - São Paulo/SP - 05508-010
USP | FEA | Mestrado Profissional em Empreendedorismo

Sobre

[Os autores](#)
[Cuidado com seus dados](#)
[Ajuda e estudo](#)

Pesquisa

[Apresentação da pesquisa](#)
[Apoio do ecossistema](#)
[Respondendo a pesquisa](#)

APÊNDICE B – PREENCHIMENTO COM DADOS FICTÍCIOS DA GESTORA “USP CAPITAL”

As primeiras perguntas, conforme as duas imagens abaixo, são de boas-vindas e de aceite do Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (Apêndice C).



1→ Ao clicar no botão abaixo, o(a) senhor(a) concorda em participar da pesquisa de acordo com as informações registradas neste Termo de Consentimento Livre e Esclarecido.

Após a leitura do Termo, clique em **Aceito** para seguir. *

A Aceito

B Não aceito

OK ✓

Nesta seção tem-se as perguntas que tem o objetivo de mapear dados demográficos sobre os respondentes e compreender suas similaridades e diferenças.

2 → Qual o nome da gestora/casa que você atua ou representa? *

Usaremos esta informação para calcular a representatividade dos respondentes. Mais informações sobre a privacidade dos seus dados [clique aqui](#).

USP Capital|

OK ✓

carrega em Enter ↵

3 → Quantos sócios a gestora/casa USP Capital possui? *

Sendo os sócios identificados como General Partners ou Managing Partners

4

OK ✓

carrega em Enter ↵

4 → Qual é o valor total (em milhões de reais) sob gestão do fundo do(a) USP Capital?

Caso você se sinta confortável em responder, não é obrigatório.

- A Menor que 10
- B Entre 10 e 50 ✓
- C Entre 51 e 100
- D Entre 101 e 250
- E Entre 251 a 500
- F Entre 501 a 750
- G Maior do que 750

OK ✓

5 → Quais estágios o fundo do(a) USP Capital investe? *

Podes selecionar várias opções

- A Anjo
- B Pré Seed ✓
- C Seed ✓
- D Série A ✓
- E Série B
- F Série C
- G Late stage / Growth

OK ✓

6→ Qual é o valor/ticket **mínimo** de investimento que o(a) USP Capital pratica? *

Valores em reais

A de 250 mil a 1 milhão

B de 1 milhão a 5 milhões ✓

C de 5 milhões a 10 milhões

D de 10 milhões a 20 milhões

E maior que 20 milhões

7→ Qual é o valor/ticket **máximo** de investimento que o(a) USP Capital pratica? *

Valores em reais

A de 250 mil a 1 milhão

B de 1 milhão a 5 milhões

C de 5 milhões a 10 milhões ✓

D de 10 milhões a 20 milhões

E maior que 20 milhões

8 → Qual é o valor do ticket **médio** de investimento que o(a) USP Capital pratica? *

Valores em reais

- A de 250 mil a 1 milhão
- B de 1 milhão a 5 milhões
- C de 5 milhões a 10 milhões ✓
- D de 10 milhões a 20 milhões
- E maior que 20 milhões

OK ✓

9 → Vocês possuem tese de investimento em indústria específica? *

Qual é o setor dominante na carteira?

Podem selecionar várias opções

- A Não, sou agnóstico de setor
- B Aeroespacial
- C Agronegócio (AgTech)
- D Água e Energia
- E Automotivo (AutoTech)
- F Alimentação (FoodTech)
- G BeautyTech
- H Biotecnologia (Biotech) ✓
- I Cidades Inteligentes / Smart Cities
- J CleanTech
- K Compliance e Tecnologia Regulatória (RegTech)
- L Construção Civil (Construtech)
- M DeepTech
- N Educação (EdTech) ✓
- O Entretenimento
- P Esportes (SportsTech)
- Q Financeiro (Fintech)
- R Gestão de Negócios
- S Imobiliário (PropTech)
- T Indústria 4.0 ✓

<input checked="" type="checkbox"/> U	Jogos (Games)	✓
<input type="checkbox"/> V	Jurídico (LegalTech)	
<input type="checkbox"/> W	Logística ou Supply Chain	
<input checked="" type="checkbox"/> X	Marketing ou Publicidade (MarTech / AdTech)	
<input type="checkbox"/> Y	Mobilidade	
<input type="checkbox"/> Z	Moda (FashionTech)	
<input checked="" type="checkbox"/> AA	Negócios Sociais e/ou Impacto	✓
<input type="checkbox"/> AB	Pet	
<input type="checkbox"/> AC	Recursos Humanos (HRTech)	
<input type="checkbox"/> AD	Saúde (HealthTech)	
<input type="checkbox"/> AE	Segurança	
<input type="checkbox"/> AF	Seguros (InsurTech)	
<input type="checkbox"/> AG	Setor Público (GovTech)	
<input checked="" type="checkbox"/> AH	Tecnologia da Informação (T.I.)	✓
<input type="checkbox"/> AI	Óleo e Gás	
<input checked="" type="checkbox"/> AJ	Varejo	✓
<input type="checkbox"/> AK	Vendas (SalesTech)	
<input type="checkbox"/> AL	Viagens e Turismo (TravelTech)	
<input type="button" value="OK"/>		✓

10 → Vocês possuem tese de investimento em algum modelo de negócio específico ou tecnologia? *

Podes seleccionar várias opções

A Não tenho, sou generalista

B Artificial intelligence (AI) ✓

C Big Data / Analytics

D Blockchain

E Cybersecurity

F E-commerce / D2C

G Extended Reality (AR/VR/MR)

H Hardware

I Internet of Things (IoT) ✓

J Marketplace ✓

K Plataformas

L Software as a Service (SaaS) ✓

M Subscription

N Redes Sociais

O Telecomunicações

11 → Qual das etapas que a empresa se encontra, é mais relevante em seu processo decisório? *

A Ideia de negócio

B Domínio da tecnologia ou patente

C Problem-Solution Fit ✓

D Validação do Protótipo

E Product-Market fit

F Em crescimento (Growth)

Nesta seção encontram-se as perguntas relacionadas ao funil de investimento dos fundos, com foco em entender sobre a duração média das etapas do processo de decisão e quantas empresas passam, por ano, pelo funil da gestora respondente.

12 → Como as empresas chegam até o *deal flow* do fundo? *

Por favor, ordene as opções abaixo, por ordem de prioridade.

Arraste e solte para classificar as opções

1	Através de indicação de outros investidores	⋮
2	Empresa buscou o fundo proativamente (ex. site do fundo ou via <i>inbound</i>)	⋮
3	Através de indicação das empresas do portfólio	⋮
4	Através da rede de relacionamentos dos sócios	⋮
5	Através da rede de relacionamento do time de investimento	⋮
6	Busca ativa pelo próprio fundo	⋮

[Limpar tudo](#)

OK ✓

13 → Quanto tempo dura, em média, as seguintes etapas do processo de decisão da gestora USP Capital?

Continuar

carrega em Enter ↵

a. Do primeiro contato com a empresa até a apresentação (*pitch*) ao fundo? *

A Até 1 semana

B Entre 1 semana e 2 semanas ✓

C Entre 2 semanas e 1 mês

D Entre 1 mês a 2 meses

E Mais de 2 meses

b. Do *pitch* até o *term sheet* (pós comitê de investimento)? *

A Entre 1 semana e 2 semanas

B Entre 2 semanas e 1 mês

C Entre 1 mês a 2 meses ✓

D Entre 2 meses a 3 meses

E Mais de 3 meses

c. O processo de diligência da empresa avaliada *

A Entre 1 semana e 2 semanas

B Entre 2 semanas e 1 mês

C Entre 1 mês a 2 meses ✓

D Entre 2 meses a 3 meses

E Mais de 3 meses

d. Negociação pós *Term Sheet* e confecção dos documentos finais *

A Entre 1 semana a 2 semanas

B Entre 2 semana a 1 mês ✓

C Entre 1 mês a 3 meses

D Entre 3 meses a 6 meses

E Mais do que 6 meses

e. Do contrato assinado pelas partes até o aporte realizado na empresa *

A Entre 1 semana e 2 semanas

B Entre 2 semanas e 1 mês ✓

C Entre 1 mês a 2 meses

D Entre 2 meses a 3 meses

E Mais de 3 meses

OK ✓

14 → Considerando o processo de decisão como sendo um funil, quantas empresas, por ano, passam pelas seguintes fases?

Continuar carrega em **Enter** ↵

a. Quantas empresas a gestora USP Capital avalia, por ano, pelo menos o *pitch deck*?

A Menos que 250

B 251 a 500

C 501 a 1000 ✓

D 1001 a 2000

E 2001 a 3000

F Mais que 3000

b. Quantas empresas, por ano apresentaram o produto ou solução para a gestora USP Capital em uma reunião?

A 1 a 20

B Entre 20 e 100

C Entre 100 e 500 ✓

D Entre 500 e 1000

E Mais de 1000

c. Quantas empresas, por ano, receberam o *Term Sheet*? *

- A Entre 1 a 5
- B Entre 6 e 10
- C Entre 11 e 15 ✓
- D Entre 16 e 20
- E Entre 21 e 50
- F Entre 51 e 100
- G Mais que 100

OK ✓

d. Quantas empresas, por ano, passaram pelo processo de diligência da gestora USP Capital? *

- A Entre 1 a 5
- B Entre 6 e 10 ✓
- C Entre 11 e 15
- D Entre 16 e 20
- E Entre 21 e 50
- F Entre 51 e 100
- G Mais que 100

OK ✓

e. Quantas empresas, por ano, recebem o aporte? *

A Entre 1 a 5 ✓

B Entre 6 e 10

C Entre 11 e 15

D Entre 16 e 20

E Entre 21 e 30

F Entre 31 e 40

G Entre 41 e 50

H Mais de 50

Nesta seção encontram-se as perguntas que tem o objetivo de investigar as hipóteses de pesquisa relacionadas aos critérios de decisão em investimentos, conforme temáticas já apresentadas na Matriz de Amarração presente no item 3.3.

15 → Na sua experiência como VC, qual dos critérios abaixo você o considera mais importante na sua tomada de decisão quando seleciona uma nova empresa para ser investida pelo sua gestora? *

Por favor, ordene as opções abaixo, por ordem de prioridade.

Arraste e solte para classificar as opções

1	Time fundador	⋮
2	Mercado	⋮
3	Potencial de resgate do investimento	⋮
4	Modelo de Negócio e/ou Produto	⋮

[Limpar tudo](#)

OK ✓

16 → Na sua avaliação, referente ao Time fundador da empresa avaliada, o quão importantes são as seguintes afirmações abaixo?

Continuar carrega em Enter ↵

a. Levantamento de referências do time de fundadores da empresa avaliada *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

b. Investimento em empresas recomendadas por alguém rede de relacionamento da gestora *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

c. Capacidade do time fundador de articular e discutir questões sobre a empresa e negócio que estão criando *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

d. Identificação de "paixão" no time fundador da empresa avaliada *

Exemplo: O quanto esse negócio está vinculado ao propósito de vida dos empreendedores

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
<input checked="" type="button" value="OK ✓"/>				

e. Capacidade do time fundador em ter atenção ao detalhe *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
<input checked="" type="button" value="OK ✓"/>				

f. Time fundador que deixa uma carreira promissora no mercado de trabalho para empreender um novo negócio *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
<input checked="" type="button" value="OK ✓"/>				

g. Time fundador possuir visão de longo prazo para o negócio que está criando *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
OK ✓				

h. Time fundador que demonstra determinação e capacidade para gerenciar empresa de alto crescimento *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
OK ✓				

i. Pelo menos um membro do time fundador com experiência prévia em gestão de negócios e/ou pessoas *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
OK ✓				

j. Pelo menos um membro do time fundador com experiência prévia em empreendedorismo *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
OK ✓				

k. Pelo menos um membro do time fundador com experiência prévia na indústria em que estão empreendendo o negócio *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
OK ✓				

l. Time fundador com perfis heterogêneos de formação acadêmica *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
OK ✓				

m. Pelo menos um membro do time fundador com experiência em Engenharia ou Tecnologia *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

n. Pelo menos um membro do time fundador com habilidade de liderança já comprovada *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

o. Pelo menos um membro do time de fundador com formação em universidades renomadas *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

p. Pelo menos um membro do time fundador com resiliência e capacidade de lidar com riscos *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

q. Pelo menos um membro do time fundador com capacidade operacional *

Foco em execução das tarefas operacionais diárias

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

r. Existência de mais de um membro do time fundador *

O time fundador não ser composto apenas por um solo founder

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

17 → Na sua avaliação, referente ao Mercado da empresa avaliada, o quão importantes são as seguintes afirmações abaixo?

Continuar

carrega em **Enter** ↵

a. A gestora utiliza estudo formal de mercado e/ou mapeamento setorial para a tomada de decisão *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

b. A empresa estar explorando um mercado com alta taxa de crescimento *

Referindo-se ao tamanho do mercado

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

c. O mercado apresenta barreiras regulatórias de entrada à competição *

Exemplos: liberação de licença do Banco Central, aprovação na ANVISA, etc.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

d. A empresa avaliada não possuir concorrentes diretos que já receberam aportes de outros fundos *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

18 → Na sua avaliação, referente ao Modelo de Negócio e/ou Produto da empresa avaliada, o quão importantes são as seguintes afirmações abaixo?

Continuar carrega em Enter ↵

- a. O produto apresenta a capacidade de sustentar uma posição competitiva (barreira competitiva) no mercado através de diferenciação de seu produto *

Referindo-se à habilidade da empresa em aplicar sua capacidade técnica na criação de um produto em um dado mercado através de patentes ou diferenciação de tecnologia

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

- b. A empresa apresentar modelo de negócio bem definido *

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Não é importante

Moderado

Muito importante

OK ✓

c. A empresa apresentar a capacidade de resistir à sensibilidade das condições econômicas *

1	2	3	4	5
Não é importante		Moderado		Muito importante
OK ✓				

19 → Caso sinta-se confortável, deixe aqui seu email, para receber um convite para um evento de apresentação dos resultados.

teste@email.com

Enviar

carrega em **Cmd ⌘ + Enter ↵**

Obrigado pela participação! 🙌

Após a defesa do trabalho, convidaremos a todos para compartilhar os resultados em um evento!

APÊNDICE C – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

Você está sendo convidado(a) a participar da pesquisa “Processo de decisão de gestores de Venture Capital para novos investimentos: um estudo exploratório no Brasil”, de forma totalmente voluntária, e sua participação se dará por meio de um questionário *online*. Antes de concordar em participar desta pesquisa, é muito importante que você compreenda as informações e instruções contidas neste documento.

Trata-se de uma pesquisa estritamente acadêmica e faz parte do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo, do aluno Adrianno Esnarriaga Sereno, da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), sob orientação da Prof.^a Dr.^a Liliam Sanchez Carrete. Esse trabalho tem por objetivo compreender quais são os principais critérios considerados, pelos gestores dos principais fundos de VC, no processo de decisão de investimentos no Brasil? E ainda, qual a relevância de cada critério neste processo.

Sua participação nesta pesquisa consistirá apenas em expressar sua opinião sobre os temas propostos presentes no questionário, que abordará questões relacionadas a finanças, capital de risco e empresas em estágio inicial (*startups*).

Esta pesquisa não traz complicações legais de nenhuma ordem, é garantido, que sua participação nesta pesquisa não representará qualquer risco de ordem física ou psicológica e nem oferecerá riscos à sua dignidade. Caso ocorram, os riscos afetarão de forma mínima e não influenciarão em nenhuma intervenção ou modificação intencional nas variáveis fisiológicas ou psicológicas e sociais nos indivíduos que participem do estudo.

Os pesquisadores estão à disposição para responder a todas as suas dúvidas antes que você se decida a participar. Você tem o direito de desistir de participar da pesquisa a qualquer momento, sem nenhuma penalidade. As informações fornecidas por você terão total privacidade, garantida pelos pesquisadores responsáveis, e os entrevistados não serão identificados em nenhum momento, mesmo quando os resultados desta pesquisa forem divulgados em qualquer forma.

Você não terá nenhum tipo de despesa por participar deste estudo, bem como não receberá nenhum tipo de pagamento por sua colaboração, considerando que a legislação brasileira não permite compensação financeira por participação em pesquisas científicas. Garante-se, no entanto, o direito de ressarcimento de despesas realizadas pelos participantes, além do seu direito de solicitar indenização devido a prejuízos materiais ou imateriais decorrentes da pesquisa, conforme legislação vigente.

Estima-se que você precisará dispor de 5 (cinco) a 10 (dez) minutos para responder o questionário. Demais informações sobre a pesquisa poderão ser obtidas por contato com o pesquisador responsável Adrianno Esnarriaga Sereno por meio de telefone (XX XXXXX-XXXX) ou e-mail (adrianno@usp.br).

Este documento está presente no início do questionário da pesquisa ser lido para os participantes e após a leitura do presente termo, caso haja aceite, selecione a opção “Declaro que li e concordo em participar da pesquisa”, localizada abaixo da apresentação do TCLE on-line, acusando que leu e está de acordo com o Termo apresentado. Para ter acesso a uma cópia deste termo, por favor, clique neste link. Caso não concorde em participar, apenas feche essa página no seu navegador.