

Portfólios de Fundos de Venture Capital no Brasil: Análises de Investimentos no *Late Stage* e Impactos no Ecossistema Brasileiro

MARCUS VINICIUS MENEZES CARDOSO, HUGO FERREIRA BRAGA TADEU,
ATHOS CARLOS SILVA e PAULO TARSO VILELA DE RESENDE*

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

*Marcus Vinicius Menezes, Hugo Ferreira Braga Tadeu, Athos Carlos Silva e Paulo Tarso Vilela de Resende são vinculados à Fundação Dom Cabral.

Endereço: mvmccardoso@gmail.com.

Este é um artigo de acesso aberto sob os termos de licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, desde que o trabalho original seja apropriadamente referenciado.
DOI: 10.48075/revistaacsp.v22i42.30729

© 2023 Os autores. *Revista Ciências Sociais em Perspectiva* publicada em nome dos programas do Programa de Pós-graduação em Administração (PPGADM) e do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC), da Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE).

mercado brasileiro que compromete a velocidade de maturação das VCs, fato que parece explicar a razão de ainda não termos fundos domésticos atuando nas Séries C em diante. Felizmente, essa ausência de participação nos estágios mais maduros não representa uma ameaça ao ecossistema brasileiro, ao contrário, é parte da sua evolução.

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

Analysis of Venture Capital Fund Portfolios in Brazil: Assessing Investments in Late-Stage Companies and their Implications on the Brazilian Ecosystem

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

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

Recebido em: 03/03/2023 – **Aprovação:** 14/03/2023

1 INTRODUÇÃO

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

As startups são empreendimentos de alto risco, com alto potencial de retorno, e que apresentam uma assimetria de informações entre os empreendedores (fundadores) e as fontes de financiamento tradicionais (Drover et al., 2017; Reverte & Badillo, 2019). Há formas de medir a maturidade dessas empresas, que em geral, são classificadas em três fases, de acordo com o estágio de desenvolvimento de um determinado empreendimento. Na fase inicial é classificado como *seed*, em que ocorrem os primeiros aportes, à medida que a empresa vai se desenvolvendo, novos aportes são realizados, sendo reconhecida como fase de *early stage*, e por último o *late stage* (Hellmann & Thiele, 2015). De acordo com estudo conduzido por Chaplinsky and Gupta-Mukherjee (2016), a proporção de VC em empresas em *early stage* variou de um máximo de 44%, em 1986, a um mínimo de 20%, em 2001.

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

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

Por outro lado, dificilmente um empreendedor teria recursos suficientes para promover o desenvolvimento do seu empreendimento sem uma fonte de financiamento, e, normalmente, esses empreendimentos, em sua gênese, são caracterizados por uma parcela significativa de ativos intangíveis, com geração negativa de caixa e uma alta taxa de incerteza quanto ao sucesso do empreendimento, impossibilitando captação por meio das fontes tradicionais de financiamento (Chen et al., 2009; Lerner & Schoar, 2004; Denis, 2004).

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

Portanto, considerando esses aspectos, o VC tornou-se, talvez, a principal fonte de financiamento de *startups* que apresentam em seu plano de negócios uma possibilidade de crescimento exponencial, replicável e escalável, normalmente embarcando muita inovação, e que, por sua vez, permita às VCs uma alta expectativa de retorno do capital investido. *Startups* de sucesso têm em seu cerne o propósito de resolverem um problema grande para a sociedade por meio da aplicação de tecnologia (Chaplinsky & Gupta-Mukherjee, 2016; Bernstein, Xavier, & Townsend, 2016). Nesse contexto, a indústria de VC elimina algumas das principais barreiras que poderiam impactar o investimento em *startups*, reduzindo os custos de transação, por meio da eliminação ou redução dos principais entraves, tais como a questão de assimetria de informação, falta de histórico de lucratividade e geração negativa de caixa (Reverte & Badillo, 2019).

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

contribuição prática deste estudo, considerando que os gestores de VC podem utilizar deste conhecimento para nortear as estratégias de investimento.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para a elaboração desta pesquisa, observou-se que para os construtos *venture capital* e *startup*, isoladamente, existe uma vasta literatura. No entanto, à medida que os construtos são combinados, nota-se uma redução expressiva na quantidade de publicações sobre os temas. Em pesquisa realizada no mês de novembro de 2020, cujos resultados estão demonstrados na Tabela 1, foram procurados os dois principais construtos: “*venture capital*” e “*startup*” na perspectiva do Brasil, em quatro ferramentas de busca de artigos acadêmicos: *Google Scholar*, *EBSCO*, *CAPES* e *Science Direct*.

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

Tabela 1. Resultado das Buscas

Critério de Pesquisa	<i>Google Scholar</i>	<i>EBSCO</i>	<i>CAPES</i>	<i>Science Direct</i>
Venture capital	8,31	8,16	284	1,839
Startup	7,23	12,412	857	1,676
Venture capital & Startup	2	105	68	108
Venture capital & Brasil	0	22	21	11
Startup & Brasil	0	16	24	4
Venture capital & Startup & Brasil	0	2	5	0

Fonte: elaborada pelos autores, 2023

Como resultado da combinação de dois construtos desta pesquisa, nota-se que o número de publicações é bastante reduzido, demonstrando haver demanda no meio acadêmico para pesquisas que investiguem as dificuldades encontradas por VCs e startups no fortalecimento e

desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, por meio do desenvolvimento de *startups* em grandes empresas, de preferência unicórnios.

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

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

Por outro lado, as *startups*, diferentemente das incumbentes, são empreendimentos de alto risco com alto potencial de retorno, que naturalmente apresentam um significativo valor de ativos intangíveis, que contemplam em seus planos de negócios a expectativa de operar por anos em prejuízo operacional, carregando uma incerteza bastante grande quanto ao sucesso do seu empreendimento. Esses fatores inviabilizariam qualquer chance de aprovação de financiamento nas modalidades tradicionais que permitisse o desenvolvimento do seu plano de negócios (Reverte & Badillo, 2019).

As *startups* são modalidades de empreendimentos que representam a fonte mais importante de fomento à inovação e ao desenvolvimento econômico, uma vez que essas empresas desempenham um papel crítico por possuírem um alto potencial de crescimento, gerando empregos, aumento da produtividade, e, principalmente, inovação (Bernstein et al., 2016; Reverte & Badillo, 2019).

Por essa razão, as VCs surgem como alternativa às formas tradicionais de financiamento que eliminam as principais barreiras de acesso à capital, por meio de emissão de instrumentos patrimoniais, que podem ser ações, debêntures conversíveis, entre outros, tornando-se sócios capitalistas dos empreendimentos (Hellmann & Puri, 2000). Genericamente essas captações, levantadas por meios de instrumentos de patrimônio, são denominadas VC e subdivididas em

Private Equity (PE), VC e *Corporate Venture Capital* (CVC) (Chemmanur & Fulghieri, 2014; Reverte & Badillo, 2019). No entanto, esta pesquisa se concentrará somente na modalidade de VC.

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

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa faz uso da estratégia de pesquisa qualitativa, com finalidades exploratórias. O estudo exploratório é desenvolvido no sentido de proporcionar uma maior familiaridade com o objeto de pesquisa e maior compreensão sobre fenômenos incipientes. Envolve levantamento bibliográfico, entrevistas com pessoas que têm prática com o problema a ser explorado, pesquisa documental de publicações, dentre outras técnicas de pesquisa (Gil, 1999).

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

A seleção dos indivíduos entrevistados listadas abaixo, inicialmente, se deu a partir da rede de contatos profissionais do pesquisador, o que caracteriza a amostragem por conveniência e por julgamento (Malhotra, 2011). Além disso, utilizou-se a técnica de bola de neve (Malhotra, 2011), na qual os primeiros entrevistados indicam outros indivíduos a serem entrevistados. Ao final do trabalho de coleta de dados e evidências, foram realizadas 10 entrevistas, com duração

média de 39 minutos, por meio de sistema de videoconferência com a funcionalidade de gravação. Foi seguido o roteiro construído com base no referencial teórico e tendo como referência o problema e os objetivos do presente estudo.

Tabela 2. Relação dos Entrevistados

Entrevista	Gênero	Tipo de Fundo	Atuação	Tempo	Formato
EP1	Masculino	VC	Global	25'	Videoconferência
EP2	Masculino	VC	Global	23'	Videoconferência
EP3	Masculino	VC	UK/LATAM	34'	Videoconferência
EP4	Masculino	VC	Brasil	32'	Videoconferência
EP5	Masculino	VC	Global	28'	Videoconferência
EP6	Masculino	VC	Brasil	35'	Videoconferência
EP7	Feminino	VC	Brasil	45'	Videoconferência
EP8	Masculino	VC	Brasil	49'	Videoconferência
EP9	Masculino	VC	Brasil	49'	Videoconferência
EP10	Masculino	VC	Brasil	69'	Videoconferência

Fonte: elaborada pelos autores, 2023

Sobre a trajetória profissional e experiência dos entrevistados, percebe-se que se trata de um grupo bem seleto, todos com mais de 10 anos de experiência no mercado de VC. Ainda em relação à experiência dos entrevistados, observa-se que 50% deles, que contemplam o EP2, EP5, EP6, EP9 e EP10, iniciaram suas carreiras profissionais trabalhando em grandes bancos de investimentos ou em empresas diretamente ligadas ao mercado financeiro. Os demais entrevistados EP1, EP3, EP4, EP7, e EP8 não tiveram passagem pelo mercado financeiro.

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

A análise de dados foi realizada a partir da Técnica de Análise de Conteúdo, baseada na concepção de Bardin (1977). O processo de categorização foram realizados inicialmente a partir do resgate dos vídeos das entrevistas e da transcrição dos seus principais pontos, utilizando-se a ferramenta Microsoft Excel (Excel). Desta forma, após tal processo de organização dos dados,

seguindo as orientações de Strauss and Corbin (2008), o processo de análise envolveu a organização temática dos achados da pesquisa, para que posteriormente fosse possível identificar as categorias e subcategorias que emergiram a partir do *corpus* de pesquisa, considerando os construtos, as proposições obtidas na revisão de literatura e os objetivos do estudo. Em seguida, as categorias e subcategorias que explicam cada um dos subtemas abordados na pesquisa foram organizadas em quadros, bem como foram selecionados os trechos das transcrições mais relevantes e emblemáticos para elucidação de cada categoria.

4 RESULTADOS

Inicialmente, objetivou-se o ponto de vista dos entrevistados acerca do mercado de VC no Brasil, para servir de norte ao restante da entrevista. Imediatamente, na sequência, perguntou-se quais seriam as principais barreiras encontradas pelas startups na captação de financiamento. Tomou-se o cuidado de se perguntar de maneira aberta, a fim de eliminar qualquer chance de enviesar a resposta. Na sequência, foi perguntado sobre as vantagens das VC em comparação às fontes tradicionais de investimentos, além da estruturação do fundo, ciclo de vida e prazo de duração e importância do *exiting*. Além disso, investigamos a composição dos portfólios e seus respectivos fatores decisivos de investimentos. Finalmente, foi questionado sobre a maturidade dos fundos e as principais barreiras enfrentadas. Os principais achados são sumarizados na sequência.

4.1 VISÃO GERAL SOBRE O MERCADO DE VC NO BRASIL

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

apresentam as categorias e subcategorias encontradas apresentam entre parênteses o número de entrevistas em que cada um desses elementos foi mencionado.

Tabela 3. Visão geral sobre o mercado de VC no Brasil

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

Fonte: elaborado pelos autores, 2023

Observa-se que os entrevistados afirmaram que há apenas uma década esse mercado era incipiente e pouco desenvolvido, que contava com pouquíssimas gestoras de VC, tendo um alcance demasiadamente limitado, o que os leva a um entendimento comum sobre o Amadurecimento do Mercado. A fim de corroborar com essa afirmação, pode-se observar que, em 2011, o volume de investimentos era de apenas USD 149 milhões, com um volume total de 76 negociações. Em 2021, passada uma década, o volume de investimento saltou para USD3,49 bilhões, com um total de 482 negociações (Inside Venture Capital /Distrito Miner – Wrap up 2020).

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

Segundo o Inside Venture Capital Report (Distrito Miner - Jul/2021), o volume total investido em 2019 foi de USD 3 bilhões. Em 2020, que foi severamente impactado pela pandemia, o valor total investido foi da ordem de USD 3,5 bilhões. O total investido até julho de 2021 foi da ordem de USD 5,6 bilhões, ou seja, 60% maior do que o ano inteiro de 2020.

Conforme observado por Tuomi & Castro Neto (2013) e Carvalho, Galluci Neto & Sampaio (2014), a queda na taxa nominal de juros provoca um aumento do investimento em VC, e este, por sua vez, pode ser identificado como uma das principais alavancas para a retomada econômica do Brasil. Adicionalmente, a correlação positiva entre o volume de captação de VC com o aumento da atividade econômica foi corroborado por Chemmanur and Fulghieri (2014) e Gompers and Lerner (1998, 2001).

A segunda categoria mais observada é Empreendedores Seriais e está diretamente ligada ao sucesso obtido por empreendedores que conseguiram obter um retorno sobre o investimento acima da média, e por essa razão tornaram-se investidores ou gestores. Embora esse fenômeno não tenha sido foco da pesquisa em tela, há relação com o observado por Drover et al. (2017), que afirmam que os empreendedores de sucesso tornam-se, muitas vezes, investidores anjos que buscam financiar e agregar valor, orientando as empresas investidas em sua área de atuação. Esses ex-empreendedores têm uma característica e tendem a assumir uma postura menos formal na abordagem de investimento, especialmente no que diz respeito à *due-diligence* conduzida, bem como na formalização dos contratos e controles envolvidos.

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

(EP10 – Amadurecimento do Mercado/Cases de sucesso e efeito máfia)

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

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

(EP10 – Amadurecimento do Mercado/Cases de sucesso e efeito máfia).

Nesse contexto, observa-se que, assim como destacado na teoria, embora não tenha sido objeto de análise desta pesquisa, o conceito do Empreendedor Serial é de suma importância para retroalimentação do ecossistema de *startups*. Esse fenômeno vem sendo observado nos EUA, até por uma questão de amadurecimento do mercado, e tem como um dos seus ícones o caso da Paypal (Twomey, 2007). Aqui no Brasil, é um fenômeno relativamente novo e que passou a ser observado, principalmente, após o sucesso produzido pela venda da 99 à Didi 54 Chuxing. As demais características, que não foram frequentes, não serão objeto de análise nesta pesquisa.

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

Tabela 4. As principais barreiras encontradas na captação

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

Fonte: elaborada pelos autores, 2023

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

“O grande desafio hoje é a falta de conhecimento do mundo de Venture Capital. Eles não conhecem realmente qual é o modelo que o investidor gosta e busca (...). Mas eu diria que a falta de preparo da equipe, não por culpa deles, mas porque é uma área nova, eles estão aprendendo. A maioria é a primeira vez vendendo, normalmente é com amigos da escola, da universidade e muitas vezes eles estão desenvolvendo soluções ou que não é original, já foi testado e não deu certo ou porque já tem outros que estão mais na frente e vão dominar esse mercado. Aí o investidor não vai investir num outro

desse mesmo ramo, porque muitas vezes só tem espaço para um ou dois no mesmo segmento."

(EP3 – Barreiras/Falta de preparo do empreendedor)

Uma outra característica citada com maior frequência foi a questão da taxa de mortalidade. Novamente, uma evidência colhida no campo corrobora a teoria. *Startups* são empreendimentos de alto risco, com alto potencial de retorno, que apresentam uma assimetria de informações entre os empreendedores e as fontes de financiamento tradicionais (Gompers & Lerner, 1998, 2001, 2002; Drover et al., 2017; Reverte & Badillo, 2019; Connelly et al., 2011; Cuming & Johan, 2009; Megginson & Weiss, 1991).

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

(EP10 – Barreiras/Taxa de Mortalidade nas Empresas)

Em relação ao fenômeno Falta de preparo do Empreendedor, temos a caracterização da Concentração Geográfica. Aqui, novamente, há uma conexão direta com a literatura. Conforme apontado por Kortum and Lerner (2000), observou-se uma concentração em Nova Iorque e no Vale do Silício. Curiosamente o mesmo fenômeno de concentração também é observado no Brasil, tendo São Paulo como a principal meca do mercado de VC no Brasil. Durante o exercício de 2020, São Paulo atraiu 80% dos investimentos realizados no Brasil (Inside Venture Capital Brasil - Wrap up 2020).

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

4.2 VANTAGENS DAS VCS EM COMPARAÇÃO ÀS FONTES TRADICIONAIS DE FINANCIAMENTO

Nessa pergunta, o objetivo principal foi traçar um comparativo entre as fontes tradicionais de financiamento, que incluem, mas não se limitam, as linhas de crédito e financiamentos, incluindo as agências de fomento, e a modalidade de VC, para avaliar as principais características.

Tabela 5. Vantagens das VCs em comparação às fontes tradicionais de financiamento

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

Fonte: elaborada pelos autores, 2023

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

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

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

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

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

4.3 ESTRUTURAÇÃO DO FUNDO, CICLO DE VIDA E PRAZO DE DURAÇÃO

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

Tabela 6. Estrutura Legal, Ciclo de Vida e Prazo Médio do Fundo

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

Fonte: elaborado pelos autores.

Nota-se que, independentemente da estrutura da VC, todos eles classificam seus ciclos de vida em 3 momentos: Captação de Recursos, Investimento e *Exiting*. Esses ciclos foram identificados por Gompers & Lerner (1998, 2001, 2002), e por Hellmann & Thiele (2015).

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

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

De maneira geral, no que tange à Estrutura Legal do Fundo, Ciclo de Vida e Prazo Médio do Fundo, observou-se, assim como apontado pela literatura, que os fundos geridos pelos entrevistados seguem o padrão descrito pelos autores. Ou seja, de maneira sucinta os investidores se organizam nas LPs, e as VCs se organizam na forma de GPs.

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

4.4 A IMPORTÂNCIA DO *EXITING*

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

Tabela 7. A importância do *Exiting*

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

Fonte: elaborada pelos autores, 2023

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

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

(EP2 – Importância do *Exiting*/ Sucesso/Comprovação de Tese)

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

bastante comum em mercados que são mais desenvolvidos. Ou seja, além do fato de a VC criar um *track-record* positivo, o empreendedor e os níveis gerenciais do empreendimento são extremamente bem remunerados. Esse movimento cria um círculo virtuoso em que muitos desses empreendedores e executivos retroalimentam o ecossistema, tornando-se Empreendedor Serial, ou tornam-se investidor, normalmente anjo. Esse fenômeno é também conhecido como máfia. Talvez uma das mais famosas até hoje na indústria seja a Paypal, que produziu investidores sedentos por novos empreendimentos.

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

(EP3 – Importância do Exiting/ Percepção/ Empreendedor Serial)

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

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

(EP6 – Importância do Exiting/Problemas/ Conciliação de interesses divergentes)

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

4.5 COMPOSIÇÃO DE PORTFÓLIO E FATORES DECISIVOS DE INVESTIMENTO

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

Tabela 8. Composição do Portfólio e Fatores Decisivos de Investimento

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

Fonte: elaborada pelos autores.

Nesta seção, o objetivo principal era criar uma ponte para a terceira e última etapa da entrevista, que visa ao endereçamento do objetivo principal desta pesquisa. De acordo com a

resposta dos entrevistados, pode-se observar que as categorias mais importantes são Time, TAM e Plano de Negócios/Tese de Investimentos.

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

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

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

(EP6 - Time / Founders & Time - Perfil e Característica)

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

4.6 CONSÓCIO E ESTÁGIO DE MATURIDADE DOS FUNDOS

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

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

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

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

(EP7 - Sindicato)

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

4.7 A AUSÊNCIA DOS FUNDOS DOMÉSTICOS NO *LATE STAGE*, QUAIS AS BARREIRAS E IMPLICAÇÕES

Esta última seção é dedicada à cobertura do objetivo desta pesquisa. Portanto, foram apresentados aos respondentes os dados da pesquisa quantitativa conduzida por Schiewbacher

(2013), a qual indicou que no mercado americano cerca de 46% das VCs investem em fundos de *early stage*, e 54% no *late stage*. Por sua vez, segundo pesquisa conduzida pela Inside VC - Distrito (1º Semestre/2020), no Brasil, essa fatia é de cerca de 74,1% de todo o investimento na indústria. Nos estágios menos avançados há uma concentração maior de fundos domésticos, variando de 73,8% no *pre-seed* a 51,6% no Series A. No entanto, a partir da Série B, a participação dos fundos domésticos é de apenas 9,4%, e de zero nos estágios subsequentes.

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

Tabela 9. Barreiras e Implicações

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

Fonte: elaborado pelos autores.

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

Como destacado pelos respondentes, as etapas são muito importantes, e os investimentos no *early stage* são importantíssimos para o desenvolvimento do mercado. Não se pode ignorar o fato de que, quanto mais embrionário, mais arriscado um empreendimento é, o que se reflete na sua taxa de mortalidade. Consequentemente, quanto mais investimento ocorrer no *pre-seed*, e *seed*, ou seja, no *early stage*, mais empreendimentos avançam para as etapas seguintes. E à medida que as VCs de *early stage* vão realizando seus investimentos,

novos fundos vão sendo captados, contribuindo para o desenvolvimento da Maturidade do Mercado.

Novamente, os achados da pesquisa reforçam o conceito de que o *Exiting* é uma fase crucial para qualquer tipo de investimento, pois é nela que o investidor monetiza seu investimento. Portanto, para uma VC que iniciou há 10 anos, hoje já está na sua terceira ou quarta captação. Ou seja, conseguiram construir o seu *track record*. Essa trilha de sucesso serve tanto para o investidor da VC quanto também para a VC do *late stage*, porque é esse tipo de VC que irá dar liquidez ao investimento da etapa de *early stage*. Portanto, como sugerido pelos entrevistados, é consenso que todo novo ecossistema começa pequeno, menos sofisticado, e, à medida que vai amadurecendo e se desenvolvendo, vai se tornando mais complexo e maior. Ou seja, como os fundos não conseguem crescer na mesma velocidade dos seus negócios, é preciso essa simbiose entre fundos de *early* e *late stage*. Neste ponto, verifica-se o entendimento de que eles se retroalimentam.

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

(EP10 – Aspectos Gerais/Maturidade do Mercado)

Outra categoria que apareceu com destaque nas entrevistas é a questão da Especialização. Segundo Sahlman (1990), as VCs estão cada vez mais concentrando seus investimentos em setores específicos, exigindo maior grau de especialização, corroborando o fenômeno da especialização (Gompers et al., 2020).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

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

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

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

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

Ainda no que tange a gerenciamento de risco, observou-se com base nas entrevistas que todas as VCs, sem exceção, utilizam o expediente do sindicato para mitigação do risco do portfólio. A lógica por trás dessa estratégia é diluir o risco proporcionalmente com outras VCs,

permitindo que se façam desembolsos menores. Dessa forma, as VCs, principalmente focadas no *early stage*, têm a possibilidade de expandir o número de investimento em empreendimentos. Com isso, as VCs reduzem o *carried risk*, garantindo que os lucros ou prejuízos de um empreendimento serão rateados proporcionalmente (Chemmanur et al., 2014; Drover et al., 2017; Gompers et al., 2006).

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

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

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

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

Portanto, há uma tímida presença dos fundos domésticos nos estágios mais avançados. De acordo com os entrevistados, é uma questão de amadurecimento do mercado. Não podemos nos esquecer que somente em 2019 o Brasil revelou ao mundo seu primeiro unicórnio. Há de

se ressaltar que o *exiting* acabou impulsionando a indústria como um todo, atraindo outros fundos estrangeiros. Não à toa, o número de unicórnios no país já soma mais de 15, tudo isso em apenas 2 anos.

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

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

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

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

REFERÊNCIAS

- ABDI (2011). Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. A Indústria de Private Equity e Venture Capital. 2º Censo Brasileiro. Centro de Gestão de Estudos Estratégicos. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.
- Bardin L. (1977). *L'analyse de Contenu*. Editora: Presses Universitaires de France.

- Baron, J. N., & Hannan, M. T. (2002). Organizational Blueprints for Success in High-tech Startups: Lessons from The Stanford Project on Emerging Companies. *California Management Review*. 44(3).
- Black, B., & Gilson, R. (1998). "Venture Capital And The Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets." *Journal of Financial Economics*. 47, p. 243–77.
- Brander, J., Amit, R., Antweiler, W. (2002). Venture Capital Syndication: Improved Venture Selection Vs. Value-Added Hypothesis. *J. Econ. Manag. Strateg.* 11, p.422–452.
- Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at The Crossroads* (Hardcover). In *Harvard Business School Press Books* (1). Business Source Ultimate.
- Carvalho, A. G. de, Gallucci Netto, H., & Sampaio, J. O. (2014 dez.). Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Evolution. 12(4) p.499–515.
- Chaplinsky, & Gupta-Mukherjee, E. (2016 dec.) "Investment Risk Allocation and The Venture Capital Exit Market: Evidence from Early-Stage Investing." *Journal Of Banking & Finance*. 73. p.38-54. 17p.
- Chaplinsky, S., & Gupta-Mukherjee, S. (2014). *The Decline of Venture-backed IPOs: Implications for Capital Recovery*, Handbook on Academic Research on IPOs. Edward Elgar Publishing.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (2014). Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research. *Review of Financial Studies*, 27(1), 1–19. Business Source Ultimate.
- Chemmanur, T. J., E. Loutskina, & Tian, X. (2010). *Corporate Venture Capital, Value Creation, And Innovation*. Working Paper, Boston College, University of Virginia (Darden School), And Indiana University at Bloomington.
- Chen, H., Gompers, P., Kovner, A., & Lerner, J. (2010). *Journal of Urban Economics*. 67(1), p. 90-102. Business Source Ultimate.
- Connelly, B.L., Certo, S.T., Ireland, R.D., & Reutzel, C.R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37, 39–67.
- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2006). Legality And Venture Capital Exits. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 214–245. Business Source Ultimate.
- Cumming, D., Grant F., & Suchard, J. (2005 fev.). "Venture Capitalist Value-added Activities, Fundraising and Drawdowns." *Journal of Banking & Finance*. 29(2) p. 295–331.
- Deeg, R., & Hardie, I. *Socio-economic Review*. (2016 out.). 14(4), p. 627-645. 19p. 1 Diagram, 1 Chart. Doi: 10.1093/Ser/Mww025., Base de Dados: Socindex With Full Text
- Denis, D. (2004). Entrepreneurial Finance: An Overview of The Issues and Evidence. *Journal of Corporate Finance*. 10, p. 301-326.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, And Accelerators. *Journal Of Management*, 43(6), 1820–1853. Business Source Ultimate.
- Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A. (1995). How Venture Capital Firms Differ. *Journal of Business Venturing*, 10(2), 157. Business Source Ultimate.
- Fried, V., & R. Hisrich (1994). "Toward A Model Of Venture Capital Investment Decision Making," *Financial Management*, 23(3), p. 28–37.
- Garmaise M. (1999). *Informed Investors and The Financing of Entrepreneurial Projects*. Working Paper, University Of Chicago.
- Gil, A. C. (1999). *Métodos de Pesquisa Social*. (5ª .ed). São Paulo: Atlas.

- Gompers, P. (1994) The Rise and Fall of Venture Capital, *Business and Economic History*, 23(2), p.1-18.
- Gompers, P. (1998) What Drives Venture Capital Fundraising, *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*. p.149-192.
- Gompers, P. (2002) *The Venture Capital Cycle*. MIT Press. Cambridge.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). What drives venture capital fundraising? Working Paper, Harvard Business School.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2001). *Journal of Economic Perspectives*. 15(2), p.145-168. Business Source Ultimate.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The Venture Capital Cycle*. Cambridge and London: MIT Press.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2006). *The Venture Capital Cycle*. Amazon.com.
- Gompers, P. A., Lerner, J., & Scharfstein, D. J. (2005 abr.) *Journal of Finance*. Wiley- Blackwell. 60(2). p. 577-614. 38p. Business Source Ultimate.
- Gompers, P. A. (1995 dez.). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*. Wiley-Blackwell. 50(5). p. 1461–89.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1996 out.). "The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements." *Journal of Law and Economics*. 39. p. 463-98.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1998 jun.). "What Drives Venture Capital Fundraising?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 149.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190. Business Source Ultimate.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I.A. (2020 jan.) "How Do Venture Capitalists Make Decisions?" *Journal of Financial Economics*. 135(1) p.169–90.
- Gompers, P., & Lerner, J. (1995 dec.) "Optimal Investment, Monitoring, and The Staging of Venture Capital." *Journal of Finance*. Wiley-Blackwell. 50(5). p. 1461–89.
- Gompers, P., & Lerner, J. (1997) Risk and Reward in Private Equity Investments: The Challenge of Performance Assessment. *The Journal of Private Equity*, 1, p. 5 -12.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2000 fev.) Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations. *Journal Of Financial Economics*. 55(2). 281–325.
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., Strebulaev, I. A., & Boneu, P. (2021). How Venture Capitalists Make Decisions. *Harvard Business Review*, 99(2), p. 70–78. Human Resources Abstracts.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003 fev.) "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics* 118(1) p. 107.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2008 jan.) "Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets". *Journal of Financial Economics*. 87(1). p. 1–23. <https://books.google.com.br/books>
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2010). Performance Persistence in Entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*. 96(1), p. 18-32. Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. *Journal of Financial Economics*. Jan2008, Vol. 87 Issue 1, p1-23. 23p. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.12.002. , Base de dados: Business Source Ultimate.

- Gupta, U. (2000). *Done Deals: Venture Capitalists Tell Their Stories*. Boston: Harvard Business School Press.
- Harris, R., Jenkinson T., & Kaplan, S. (2014). Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Finance*. 69, p. 1851-1882.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *Review of Financial Studies*, 13, p. 959–984.
- Hellmann, T., & Puri, M. 2002. Venture Capital and The Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57: 169-197.
- Hellmann, T., & Thiele, V. (2015). Friends Or Foes? The Interrelationship Between Angel and Venture Capital Markets. *Journal of Financial Economics*, 115, p. 639-653.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2001). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *Journal of Finance*. 59. p.2177-2210.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *The Review of Economic Studies*, 70. p.281-315.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. E. (2004). Characteristics, Contracts, And Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *The Journal of Finance*, 59, p. 2177-2210.
- Kaplan, S., & A. Schoar, (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, And Capital Flows. *Journal of Finance*. 60, p. 1791-1823.
- Kaplan, S., & Schoar, S. (2005 ago.). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance*. Wiley-Blackwell. 60(4) p. 1791–1823.
- Kaplan, S., & Stromberg, P. (1999). “Financial Contracting Meets The Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts,” Working Paper, University of Chicago.
- King, K. (1997 nov.). Warning Rescue May Raise Risks. *Natl. Law J.* B09.
- Kortum, S., & Lerner, J. (2000) Assessing The Contribution Of Venture Capital To Innovation. *Rand Journal of Economics* 31(4), p .674-692
- Lerner, J. & A. Schoar (2004). The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence From Private Equity. *Journal of Financial Economics*. 72, p.3-40.
- Lerner, J. (1994). The Syndication of Venture Capital Investments. *Finan. Manage.* 23, 16– 27.
- Lerner, J. (1995). “Venture Capitalists and The Oversight of Private Firms.” *Journal of Finance*.50, p. 301–18.
- Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*. 15(2). p. 145–68.
- Lerner, J. (2002). “Boom And Bust in The Venture Capital Industry And The Impact On Innovation.” *Economic Review* (07321813) 87(4). p. 25.
- Lerner, J. (2009). *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About It*. Princeton, Princeton University.
- Lerner, J. (2012). “The Narrowing Ambitions of Venture Capital.” *MIT Technology Review*.
- Lerner, J., Leamon, A., Tighe, J., & Garcia-Robles, S. (2014). Adding Value Through Venture Capital in Latin America and the Caribbean. Harvard Business School. Working Paper. 15–024.
- Malhotra, N. K. (2011). *Pesquisa de Marketing: Foco na Decisão*. (3a. ed.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Meggison, W.C., & Weiss, K.A. (1991). “Venture Capital Certification In Initial Public Offerings.” *Journal of Finance*. 46, p. 879–93.

- Puri, M. (1996). Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Effect? *Journal of Financial Economics*, 40. p.373–401.
- Puri, M. (1999). Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process. *Journal of Financial Economics*, 54, p.133–163.
- Reverte, C., & Badillo, R. (2019). Alternative Equity Financing Instruments For Entrepreneurial Ventures: A Bibliometric Analysis Of Research In The Last Three Decades. *Current Science (00113891)*, 116(6), 926–935. Academic Search Premier.
- Sahlman, W. A. (1990 out.). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*. 27(2). p. 473–521.
- Sahlman, W. A. (1990). The Structure and Governance of Venture-capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27. p. 473-521.
- Sahlman, W., & Stevenson, H. (1987). Capital Market Myopia. Harvard Business School Case.
- Sapienza, H. J. (1992). When Do Venture Capitalists Add Value? *Journal of Business Venturing*, 7, p. 9-27.
- Scharfstein, D.S., & Stein, J. C. (1990 jun.). *American Economic Review*. 80(3), p. 465. Business Source Ultimate.
- Strauss, A. L., & Corbin, J. (2008). *Pesquisa Qualitativa: Técnicas e Procedimentos para o Desenvolvimento de Teoria Fundamentada*. Artmed.
- Teece, D. J. (1980). Economics of scope and the scope of the enterprise. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, p. 223-247.
- Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, p. 39-63.
- Tuomi, K., & Castro Neto, L. (2013). Innovation And Venture Capital Policy In Brazil And South Africa. *Journal of Technology Management & Innovation*, 8(2), 35–46. Business Source Ultimate.
- Twomey, R. (2007). The Paypal Mafia. *Fortune*. p. 56, 96.
- Vergara, S. C. (2010). *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. São Paulo: Atlas.