



# **PROJETO DE GRADUAÇÃO**

**Análise dos fatores decisórios de investidores de *startup***

Por,  
**Nicholas Velasco Tesch Hosken**

**Universidade de Brasília**

**Faculdade de Tecnologia  
Departamento de Engenharia de Produção**

Brasília  
2021

# **PROJETO DE GRADUAÇÃO**

**Análise dos fatores decisórios de investidores de *startup***

**Nicholas Velasco Tesch Hosken**

**Matrícula 16/0140129**

Submetido como requisito parcial para obtenção do grau de Engenheiro de  
Produção

Professor orientador:

**Prof. Dr. Annibal Affonso Neto**

Brasília

2021



## RESUMO

Com a adoção da tecnologia em massa na vida cotidiana das pessoas, as *startups* vêm ganhando cada vez mais relevância tanto para seus clientes quanto para seus investidores. O investimento nessa classe de empresas com alto potencial de crescimento é uma atividade complexa e bem arriscada. Seja para buscar diversificação ou um retorno desproporcional aos investimentos tradicionais, o *venture capital* ainda é um tema pouco explorado no Brasil e exclusivo à um pequeno grupo de investidores (pessoas físicas e jurídicas) que entendem as nuances da tomada de decisão para esse tipo de investimento. O presente trabalho tem como objetivo analisar e explorar os fatores de decisão de um investidor de *startups*, buscando entender quais os mais importantes nessa tomada de decisão. Para isso, além do embasamento dos trabalhos do mesmo tema, foi realizada uma pesquisa com um grupo de pessoas que trabalham em fundos de *venture capital*, a fim de coletar as respostas de quem trabalha com isso no dia a dia e compará-las com estudos semelhantes.

**Palavras-chave:** *Startups; Venture Capital; Investimento; Tomada de Decisão; Valuation.*

## ABSTRACT

With the mass adoption of technology in people's daily lives, *startups* are gaining more and more relevance for both their customers and their investors. Investing in this class of companies with high growth potential is a complex and very risky activity. Whether to seek diversification or a disproportionate return on traditional investments, venture capital is still a little explored topic in Brazil and exclusive to a small group of investors (individuals and companies) who understand the nuances of decision making for this type of investment. The present paper aims to analyze and explore the decision factors of a startup investor, seeking to understand which are the most important in this decision making. For this, in addition to supporting the work on the same theme, a survey was conducted with a group of people who work in venture capital funds, in order to collect the responses of those who work with it on a daily basis and compare them with similar studies.

**Keywords:** *Startups*; Venture Capital; Investing; Decision Making; Valuation

## Lista de Figuras

<a href="#">Figura 1 - Índice de atividade empreendedora voltada à inovação</a>	10
<a href="#">Figura 2 - Valor da empresa</a>	17
<a href="#">Figura 3 - Cenário do Ecossistema de <i>Startups</i> do Brasil</a>	20
<a href="#">Figura 4 - A Jornada da <i>startup</i> e os agentes do ecossistema</a>	21
<a href="#">Figura 5 - Número de respostas x modelo de avaliação de <i>startups</i></a>	23
<a href="#">Figura 6 - Representação por tipo de investidor</a>	37
<a href="#">Figura 7 - Representação por perfil de respondente</a>	38
<a href="#">Figura 8 - Representação por estágio de investimento</a>	39
<a href="#">Figura 9 - Representação por estágio de investimento agrupado</a>	40
<a href="#">Figura 10 - Representação por grau de especialização</a>	40
<a href="#">Figura 11 - Ordem de importância do fator "Tamanho de mercado"</a>	41
<a href="#">Figura 12 - Ordem de importância do fator "Habilidade e histórico do time"</a>	42
<a href="#">Figura 13 - Ordem de importância do fator "Originalidade/Diferenciação da <i>startup</i>"</a>	42
<a href="#">Figura 14 - Ordem de importância do fator "Produto"</a>	43
<a href="#">Figura 15 - Ordem de importância do fator "Capacidade do fundo de agregar valor"</a>	43
<a href="#">Figura 16 - Avaliação da abertura dos <i>founders</i> para receber feedback</a>	46
<a href="#">Figura 17 - Avaliação da paixão dos <i>founders</i> por empreender</a>	47
<a href="#">Figura 18 - Avaliação da paixão dos <i>founders</i> pelo problema que estão resolvendo</a>	47
<a href="#">Figura 19 - Avaliação das experiências passadas dos <i>founders</i> no mercado da <i>startup</i></a>	48
<a href="#">Figura 20 - Avaliação da habilidade dos <i>founders</i> de levantar dinheiro</a>	48
<a href="#">Figura 21 - Avaliação da complementaridade da equipe</a>	49
<a href="#">Figura 22 - Avaliação do branding da <i>startup</i></a>	49
<a href="#">Figura 23 - Avaliação da dificuldade do produto de ser copiado</a>	50
<a href="#">Figura 24 - Avaliação da distância geográfica da <i>startup</i> e fundo</a>	50
<a href="#">Figura 25 - Avaliação da visão clara da empresa compradora da <i>startup</i></a>	51
<a href="#">Figura 26 - Avaliação da presença de uma empresa relevante como cliente da <i>startup</i></a>	51
<a href="#">Figura 27 - Avaliação da relação direta dos fatores ESG com a <i>startup</i></a>	52

## Lista de Quadros

<a href="#">Quadro 1 - Métodos de avaliação de empresas</a> .....	16
---	----

## **Lista de Tabelas**

<a href="#">Tabela 1 - Número de respostas por ordem de classificação.....</a>	<a href="#">44</a>
<a href="#">Tabela 2 - Classificação dos fatores específicos.....</a>	<a href="#">54</a>



## Sumário

<b>1. <u>INTRODUÇÃO</u></b> .....	<b>10</b>
<b>1.1 <u>Aspectos Gerais</u></b> .....	<b>10</b>
<b>1.2 <u>Objetivos do trabalho</u></b> .....	<b>12</b>
<b>2. <u>REFERÊNCIAL TEÓRICO</u></b> .....	<b>13</b>
<b>2.1 <u>Valuation de empresas</u></b> .....	<b>13</b>
2.1.1 <u>Métodos de cálculo do valuation de uma empresa</u> .....	16
<b>2.2 <u>Valuation de startups</u></b> .....	<b>18</b>
2.2.1 <u>Startups</u> .....	18
2.2.2 <u>Investimento em Startups</u> .....	21
2.2.3 <u>A indústria de venture capital</u> .....	23
<b>2.3 – <u>Percepção de valor</u></b> .....	<b>25</b>
<b>2.4 – <u>Percepção de valor do investidor de startups</u></b> .....	<b>26</b>
<b>3. <u>METODOLOGIA</u></b> .....	<b>30</b>
<b>3.1 <u>Descrição da pesquisa</u></b> .....	<b>31</b>
<b>3.2 <u>Questões da pesquisa</u></b> .....	<b>33</b>
3.2.1 <u>Fatores de classificação por ordem de importância</u> .....	33
3.2.2 <u>Fatores específicos para classificação individual de importância</u> .....	34
<b>4. <u>ANÁLISE DOS RESULTADOS</u></b> .....	<b>37</b>
<b>4.1 <u>Perfil do investidor</u></b> .....	<b>37</b>
<b>4.2 <u>Análise dos resultados dos fatores gerais de decisão</u></b> .....	<b>40</b>
<b>4.3 <u>Análise dos resultados dos fatores específicos de decisão</u></b> .....	<b>45</b>
<b>5. <u>CONCLUSÃO</u></b> .....	<b>54</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>58</b>
<b>APÊNDICE</b> .....	<b>62</b>

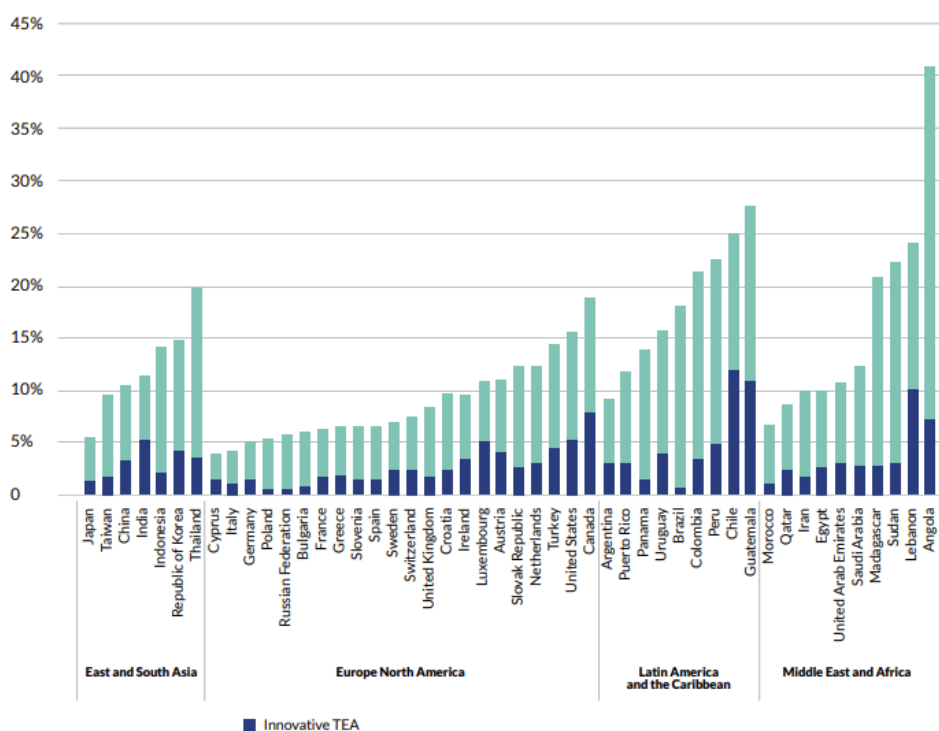
# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Aspectos Gerais

A valorização da inovação tecnológica como estratégia de crescimento econômico é um fator que pode mudar a realidade de um país a longo prazo. Nelson et Winter (1982) apontam que a inovação como modelo é base para o crescimento econômico de um mercado e para a criação de vantagens competitivas sustentáveis. Ainda, empresas que são capazes de inovar conferem ao país onde estão inseridas maior competitividade em suas relações comerciais no âmbito internacional (SILVA 2019 apud MEIRELLES et PIMENTA JÚNIOR 2008). Por isso, o investimento em uma empresa dessa natureza representa uma possibilidade de ampliar a inserção do Brasil nos mercados de maior grau tecnológico e, conseqüentemente, de maior valor agregado.

A GEM (*Global Entrepreneurship Monitor 2018/2019*) apresenta na Figura 1 duas relações: em verde, a TEA (*Total early-stage entrepreneurial activity*), um índice que mede o nível de empreendedorismo em negócios iniciais entre o total de adultos; em azul escuro, o *Innovative TEA*, a mesma ideia do índice acima, mas voltado à inovação.

Figura 1 - Índice de atividade empreendedora voltada à inovação



Fonte: GEM (*Global Entrepreneurship Monitor 2018/2019*)

É possível ver que apesar da proporção de adultos que empreendem em negócios iniciais no Brasil ser alta quando comparada às outras potências econômicas mundiais, o índice voltado especificamente para inovação (*Innovative TEA*) é um dos menores da Figura 1, ficando atrás da maioria dos países da pesquisa.

A inovação está atrelada ao despendimento de grandes quantidades de capital. Uma pesquisa da CNI (Confederação Nacional da Indústria) mostrou que o principal fator que dificulta a inovação no Brasil é a falta de financiamento. O Brasil é conhecido por possuir as maiores taxas de juros do mundo, ligando um ponto ao outro, é possível extrair que empresas iniciais as quais precisam de recursos para inovar tem seu caminho dificultado nas modalidades de crédito mais populares. Desse modo, o déficit tecnológico no Brasil continua no ciclo negativo de que as empresas não inovam pois não possuem capital disponível, e, por sua vez, não possuem capital disponível pois não inovam.

O *Venture Capital* existe como uma resposta ao problema de acesso à capital, de forma que as empresas conseguem financiar seu próprio crescimento mediante à concessão de partes acionárias da empresa para os investidores.

Esse modelo de investimento funciona principalmente para às EBTs (empresas de base tecnológica) nas quais existe um risco intrínseco atrelado ao modelo, pois o objetivo dessa empresa é o desenvolvimento de novos produtos ou processos, muitas vezes com a utilização de técnicas pioneiras. As *startups*, por definição, operam nesse modelo de alto risco e extrema incerteza, sendo o foco dos *venture capitalists*.

O mercado de VC no Brasil vem crescendo de forma acelerada nos últimos anos. Pesquisas mostram que, apenas de 2016 para 2019, o investimento nessa modalidade cresceu 500%, atingindo um total de R\$11 bilhões em 2019.

Um dos motivos para esse crescimento, exposto por Meirelles et Pimenta Júnior (2008) é a consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura. O ponto citado é que, por perceber uma estabilidade dos seus pares econômicos, o investidor brasileiro segue tendo uma redução da sua percepção de risco macroeconômico nos últimos anos. Não menos importante, outro fator que impulsiona a classe de investimentos de risco é o ciclo econômico: a queda da taxa de juros torna as aplicações de renda variável mais atraentes, uma vez

que a renda fixa passa a retornar menos ao investidor quando comparada ao seu histórico dos últimos anos.

Esperar que o processo de investimento em uma *startup* possua muitas certezas é contraditório, visto que o modelo em si opera com várias dúvidas. Desde 1970, quando começou o crescimento do volume de publicações sobre o tema, uma visão amplamente difundida é de que o processo de investimento em VC é algo subjetivo e complexo, mais próximo de uma arte do que algo sequencial, padronizado e previsível.

No Brasil, ainda existem poucos estudos abordando o tema, mas é motivador enxergar que, para um tema que permeia o mundo da inovação cotidiana e dos negócios, o aprofundamento acadêmico nessa linha de estudos significa buscar a conexão entre a academia e o aprendizado prático.

Dentro do tema de *startups* e investimento de risco, um dos pontos mais comentados por ser não algo simples é o valor de uma *startup*, que depende diretamente da realidade e do estágio no qual ela se encontra. Por definição, o valor de uma *startup* em estágio inicial está atrelado ao seu potencial de crescimento e, por conta disso, os fatores que levam investidores a depositarem energia e capital em uma empresa nascente são complexos e intangíveis, tornando o processo de investimento muitas vezes artesanal.

Dentro dessa realidade, o presente estudo busca estudar o seguinte problema de pesquisa: **análise dos fatores decisórios de investidores de *startup*.**

Para responder essa questão, propõe-se os seguintes objetivos:

## 1.2 Objetivos do trabalho

O presente trabalho tem por objetivo entender dos investidores de *venture capital* quais são os fatores mais valorizados por eles na hora de investir. Buscou-se entender a relação desses fatores com o perfil de estágio de investimento do fundo, com a especialização do fundo, com o cargo de atuação do respondente, entre outros. Por existir um espectro grande de tipos de investidores, ressalta-se que esse estudo focou em explorar a visão dos fundos de *venture capital* brasileiros, entendendo que é um público relevante dentro da

indústria e que esse estudo complementa outros já elaborados sobre o tema dentro e fora do Brasil.

Foram elaboradas as seguintes questões da pesquisa a fim de guiar o trabalho na coleta e análise dos dados:

- **Quais os fatores mais importantes que determinam a decisão dos investidores de startup?**

- **Qual a relevância de fatores específicos na tomada de decisão de investidores de startup?**

## **2. REFERÊNCIAL TEÓRICO**

### **2.1 *Valuation* de empresas**

A ideia de buscar um valor justo para uma empresa cresceu particularmente após a grande queda da Bolsa de Valores de Nova York em 1929 (SAURIN et al, 2009). No Brasil, os temas de *valuation* e criação de valor passaram a ter maior importância principalmente após o período de privatizações de empresas e abertura econômica, verificado principalmente a partir da década de 1980 (NETO, 2014).

Ainda de acordo com Neto (2014), o objetivo de todo trabalho de *valuation* é obter o valor justo (*fair value*) de uma empresa. Por se tratar de um ativo intangível, parte do valor ainda é determinado por premissas que são subjetivas e podem se alterar diante de cenários inesperados.

Segundo Damodaran (2007, p. 65):

A avaliação de uma empresa desempenha um papel fundamental em muitas áreas financeiras – finanças corporativas, fusões e aquisições e gestão de carteiras (...) a avaliação não é um exercício objetivo, e qualquer prejulgamento ou viés que um analista traga ao processo afetará o valor.

Por esses motivos, é importante destacar que o valor de um negócio é, acima de tudo, definido pelo processo de negociação entre vendedor e comprador (DIEHL, 2010). É possível ver isso em Santos (2005) valor é “[...] o

mais alto preço que poderia ser obtido se as quotas ou ações de uma empresa fossem vendidas em uma transação de mercado”.

Geralmente não existe uma resposta certa para o problema de avaliação de empresas. Avaliação é muito mais uma arte do que uma ciência. A determinação do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo coerência e rigor conceituais na formulação da sistemática de cálculo (SAURIN et al, 2009).

Na visão de Saurin et al. (2009), o grande problema para a avaliação de empresas é que o valor resulta de fatores que estão relacionados com o futuro. Como o futuro é incerto e imprevisível, e como as premissas são variáveis, não se pode esperar que a utilização de apenas um método de avaliação obtenha o com 100% de certeza o valor de uma empresa. Na visão do autor, tudo que se consegue são estimativas razoáveis do valor justo de uma empresa.

Uma vez exposto que o processo de avaliação de uma empresa é elaborado em cima de premissas colocadas pela experiência e conhecimentos de quem está analisando, o objetivo fim deste processo está ligado à compreensão de uma segunda parte, muitas vezes colocada como “mercado”. No final de uma negociação, o “mercado” acaba ditando qual empresa vale quanto, após a compreensão desse terceiro sobre os métodos de avaliação utilizados.

A apuração do valor de uma empresa é, hoje, essencial para a tomada de decisões financeiras em relação à investimentos, financiamentos, dividendos, negociações de aquisições, vendas, fusões e cisões, abertura de capital e investimentos em ações (LORENZI, 2018).

De acordo com Fernandez (2001) a avaliação de uma empresa pode ser utilizada com vários propósitos, de acordo com os itens a seguir:

1. Operações de compra e venda em empresas. Para o comprador, a avaliação dirá o preço mais alto que ele deve pagar. Outra avaliação dirá ao vendedor o preço mais baixo pelo qual ele deve vender.
2. As avaliações das empresas listadas são usadas para comparar o valor obtido com o preço da ação no mercado de ações e para decidir se deseja vender, comprar ou manter as ações. As avaliações de várias empresas são utilizadas para decidir em que títulos a carteira se deve concentrar:

aqueles que lhe parecem subvalorizados pelo mercado. Eles também são usados para fazer comparações entre empresas. Por exemplo, se um investidor pensa que o caminho futuro do preço das ações da GE será melhor do que o da Amazon, ele pode comprar ações da GE e vender ações da Amazon. Com esta posição, ele ganhará desde que o preço das ações da GE tenha um desempenho melhor (subir mais ou descer menos) do que as da Amazon.

3. Ofertas públicas. A avaliação é usada para justificar o preço pelo qual as ações são oferecidas ao público.
4. Heranças e testamentos. A avaliação é usada para comparar o valor das ações com o de outros ativos.
5. Esquemas de compensação baseados na criação de valor. A avaliação de uma empresa ou unidade de negócio é fundamental para quantificar a criação de valor atribuível aos executivos avaliados.
6. Identificação de direcionadores de valor. A valorização de uma empresa ou unidade de negócio é fundamental para identificar e estratificar os principais direcionadores de valor.
7. Decisões estratégicas sobre a continuidade da existência da empresa. A avaliação de uma empresa ou unidade de negócios é um passo prévio na decisão de continuar no negócio, vender, fundir, crescer ou comprar outras empresas.
8. Planejamento estratégico. A valorização da empresa e das diferentes unidades de negócio é fundamental para decidir que produtos / linhas de negócio / clientes manter, crescer ou abandonar. A avaliação também fornece um meio para medir o impacto das possíveis políticas e estratégias da empresa na criação e destruição de valor.

## 2.1.1 Métodos de cálculo do *valuation* de uma empresa

Quadro 1 - Métodos de avaliação de empresas

Principais métodos de avaliação de empresas por categoria					
1- Resultado Econômico	2-Balanco Patrimonial	3-Misto ( <i>Goodwill</i> )	4-Fluxo de Caixa Descontado	5-Criação de Valor	6-Opções
Múltiplos de venda	Valor contábil	Clássico União Europeia	Fluxo de caixa do sócios	EVA	<i>Black Scholes</i>
Valor dos lucros	Valor contábil ajustado	Peritos Contábeis	Fluxo de caixa livre	Lucro econômico	Opção de investimento
Valor dos dividendos	Valor de liquidação	Renda Abreviada	Fluxo de caixa de capital	Fluxo de caixa Retorno do Investimento- CFROI	Expansão do projeto
Outro múltiplo	Valor substancial	Outros	APV	Outros	Expansão do projeto - usos alternativos

Fonte: adaptado de Fernandez (2007)

Segundo Damodaran (2007) existem três abordagens principais para avaliação de empresas: avaliação pelo fluxo de caixa descontado da empresa (FCD), que avalia um ativo baseado no valor presente dos fluxos de caixa projetados para este ativo; avaliação por múltiplos econômicos, que estima o valor de um ativo fazendo uma análise comparativa da precificação de ativos de setores ou categorias similares; e, por fim, a avaliação de empresas através dos modelos de precificação de opções reais.

Nesta parte do texto será explorado o método FCD e de múltiplos. Segundo Neto (2014):

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) determina o valor da empresa pelo fluxo de caixa da empresa trazido a valor presente por uma taxa de desconto que reflita adequadamente o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento, sendo assim, o valor da empresa se dá pela expectativa de rendimentos futuros, ao



invés de ser pelo seu passado ou pelo custo de aquisição dos ativos utilizados na produção.

Segundo Copeland et al. (2006), o valor presente calculado pelo método do FCD reflete os ativos existentes mais o valor gerado pelos retornos das oportunidades futuras de investimento conforme a seguinte formulação de cálculo ilustrada na Figura 2:

Figura 2 - Valor da empresa

<p>Valor da Empresa =</p> <p>Valor Presente do fluxo de caixa durante o período explícito de projeção +</p> <p>Valor Presente do fluxo de caixa após o período explícito de projeção</p>
--

Fonte: Copeland, Koller e Murrin (2006)

O método de avaliação por múltiplos é definido como o método cujo valor corrente do ativo deriva de outros ativos comparáveis, padronizados por uma variável comum, isto é, o valor de uma empresa é mensurado utilizando como parâmetro empresas similares (NETO, 2014).

Segundo Neto (2014) há dois principais componentes para a avaliação relativa: valor de uma empresa comparável e um padrão de referência, como vendas, lucro, EBITDA, entre outros. Ainda segundo Neto (2014) empresa comparável (ou similar) é aquela que atua no mesmo setor de atividade e apresenta porte, riscos e retornos similares àquela que está em avaliação.

Como explicado pelos autores, cada método deve ser aplicado de acordo com o contexto da situação na qual se está avaliando uma empresa. Não existe certo ou errado, um contexto onde uma empresa está abrindo capital ou sendo adquirida é diferente de um contexto onde uma empresa está recebendo investimento para se desenvolver, que é o caso de uma *startup*.

O objeto de estudo do presente trabalho busca entender o contexto de empresas que possuem pouca ou nenhuma informação passada para medir o seu valor. As *startups* talvez estejam na categoria de empresas que menos tem clareza de método para determinar seu *valuation*, pois ele está diretamente ligado ao retorno futuro que ela pode trazer.

## 2.2 Valuation de startups

### 2.2.1 Startups

Uma *startup* pode ser definida como uma “instituição humana projetada para criar um novo produto ou serviço sob condições de incerteza extrema” (RIES, 2019, p. 35).

De acordo com Blank et Dorf (2014), uma *startup* é um grupo de pessoas que buscam um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza.

Para que não se generalize o termo de *startup* para o significado que a palavra sugere, é preciso seguir à risca a definição dada pelos autores citados. Eles certamente popularizaram os estudos sobre o tema e, apesar de existirem definições com algumas palavras diferentes, os pontos citados acima são premissas para que se tenha um bom entendimento do que é uma *startup* ou o que é um outro tipo de empresa. Uma *startup* sempre será uma empresa, mas uma empresa nem sempre nasce com o propósito de ser uma *startup*.

É possível enxergar a definição desses termos para a melhor visualização do conceito de *startup* de acordo com os seguintes itens, colocados por De Oliveira et Zotes (2018):

- Modelos de negócios: são as formas como as *startups* buscam produzir valor para seus clientes e transformar esse valor gerado em receita para a empresa. Um exemplo é a nova forma de divulgar um produto, alugar um quarto em um hotel ou albergue, e se locomover pela cidade, ou seja, uma solução empresarial para “problemas sociais”.
- Repetível: é a capacidade dos produtos que não possuem limite de estoque e estão constantemente à disposição do consumidor, independente da demanda e com pouca necessidade de customização e adaptação.
- Escalável: é a capacidade de assumir em grande escala, atendendo a grande quantidade de clientes, e crescer de forma que

seus custos operacionais evoluam de forma muito mais lenta em face de suas receitas.

- Condições de extrema incerteza: essas condições estão diretamente relacionadas ao fato de que, independentemente da análise de mercado, viabilidade financeira e operacional que envolva a criação de um *startup*, não pressupõem certeza quanto ao sucesso do projeto e aceitação pelo consumidor.

Segundo De Oliveira et Zotes (2018), é possível observar a partir dos quatro conceitos mencionados que uma *startup* possui características específicas. Com isso, nem todas as empresas recém-criadas podem se qualificar como *startups*, pois, ao contrário do conceito inicialmente sugere e da percepção de algumas pessoas, uma *startup* não é uma versão menor de uma empresa constituída.

A importância do estudo de *startups* é cada vez mais relevante para entender como o valor criado por elas muda a vida das pessoas. Por pequenos hábitos como pedir um táxi pelo celular ou um almoço *delivery* de um restaurante, cada vez mais imersas elas estão no dia a dia da sociedade atual. Especialmente no Brasil, que tem um déficit de recursos tecnológicos quando comparado às outras potencias econômicas mundiais, entender o contexto dessas empresas que fazem mais com menos é essencial para disseminar boas práticas de inovação e empreendedorismo.

O ecossistema de desenvolvimento de *startups* no Brasil ganhou musculatura nos últimos anos (MAITÉ, 2021). Segundo a Associação Brasileira de *Startups* (*Abstartups*) hoje o país tem cerca de 13.600 *startups* — um crescimento de aproximadamente 218% em relação a 2016.

O universo cada vez maior de *startups* e sua crescente relevância é viabilizado pelo ecossistema de empreendedorismo e, ao mesmo tempo, uma rede de agentes que inclui fundos de *venture capital*, investidores-anjo, aceleradoras e hubs de inovação, entre outros (MAITÉ, 2021).

Figura 3 - Cenário do Ecossistema de Startups do Brasil



Fonte: Maitê, Bain & Company (2021)

Segundo Maitê (2021), o cenário de investimento em *startups* no Brasil é animador. Hoje, essa classe de investimentos representa 0,14% do PIB enquanto nos EUA a parcela é 4x maior. Fatores como a redução de juros básicos da economia, o cenário jurídico (principalmente o Marco Legal das *Startups*, recentemente aprovado pela Câmara dos Deputados) e a lacuna de penetração da tecnologia quando comparado aos outros países indicam que a expectativa para os próximos anos é de crescimento.

O que explica esse recente desenvolvimento acelerado é um conjunto de fatores econômicos e tecnológicos que estão começando a promover o amplo acesso à capital e conhecimento, dois dos fatores que impulsionam o crescimento de uma *startup*. O modelo de crescimento acelerado funciona da seguinte maneira: a *startup*, por representar uma visualização de valor exponencial trazido do futuro ao presente, busca também financiar todos os seus custos que a levariam de um ponto A para um ponto B. Nesse processo existe a figura do investidor, que financia o projeto de risco buscando que ele retorne um valor desproporcional ao investido.

Sabe-se também que a jornada do crescimento de uma *startup* não é linear, e que para cada estágio de maturidade da *startup* existem agentes com propósitos diferentes e capacidades diferentes de investimento.

De acordo com cada estágio de investimento de uma *startup*, existem agentes de investimento que representam as firmas que investem em estágios específicos, como mostra a Figura 4:

Figura 4 - A Jornada da *startup* e os agentes do ecossistema



Fonte: Maitê, Bain & Company (2021)

## 2.2.2 Investimento em *Startups*

O estudo das decisões de investimento vem sendo de grande interesse tanto para o meio acadêmico quanto para o mundo empresarial há décadas. Estabelecer critérios objetivos para a alocação eficiente de recursos sempre foi um dos principais desafios dos investidores (RODRIGUES, 2013).

Para Hass (2016), o valor das empresas em estado inicial das empresas está diretamente associado à capacidade de sobrevivência do negócio.

Por definição, Bygrave e Zacharakis (2009) explicam que o *valuation* de empresas pequenas, de capital fechado é difícil e incerto. Diferentemente de empresas abertas, estes investimentos têm muito pouca ou nenhuma liquidez, dificultando a precificação. Para Pereiro (2006) esta iliquidez se traduz em um desconto no preço pelo qual as ações de uma empresa privada são vendidas em comparação com o preço de venda das ações pertencentes a uma empresa similar de capital aberto.

Na visão de Hill et Power (2002), as técnicas de *valuation* tradicionais não fornecem orientações necessárias de como devem ser aplicadas, pois as empresas em estágio nascente geralmente possuem prejuízos, poucos ativos e poucas informações. Essa definição explica que é importante estudar a percepção de *valuation* de uma *startup* a partir da visão de um investidor justamente pois a maioria dos métodos tradicionais não são aplicáveis à essas realidades.

Devido a essas dificuldades do *valuation* de empresas novas, investidores desse tipo de ativo tendem a exigir retornos mais altos sobre o investimento. (DAMODARAN, 2007).

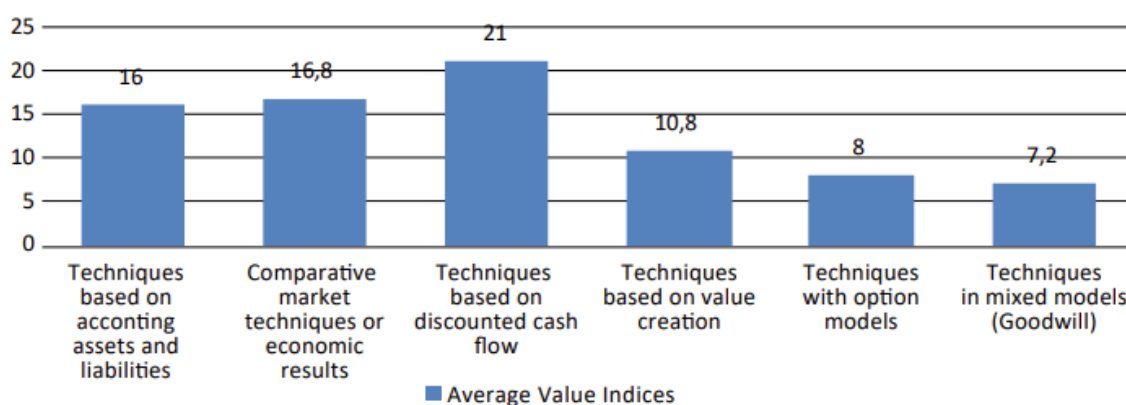
Collewaert et Manigart (2016) sobre investimento em *startups*:

Curiosamente, um elemento central no processo de investimento permaneceu amplamente inexplorado na literatura acadêmica, a saber, a avaliação da oportunidade de investimento - ou o “preço do negócio”. Essa lacuna na literatura se deve principalmente às dificuldades práticas, como a falta de dados confiáveis, associadas à pesquisa de acordos de investimentos e avaliações.

Por conta dessa intangibilidade, e de acordo com De Clercq et al (2006), não é de se surpreender que chegar à um acordo sobre o preço do negócio seja um dos principais obstáculos para concretizar uma transação entre investidor e *startup*.

A Figura 5 representa as respostas de uma pesquisa realizada por De Oliveira et Zotes (2018), o objetivo foi entender quais os métodos mais utilizados de avaliação de *startups* por investidores.

Figura 5 - Número de respostas x modelo de avaliação de startups



Fonte: De Oliveira et Zotes (2006)

Da Figura 5 é possível extrair que o método que mais foi respondido na pesquisa como utilizado foi o de fluxo de caixa descontado, a seguir do resultado econômico. Uma vez entendido que o fluxo de caixa descontado é a projeção do caixa futuro de uma empresa, conectamos que caso a avaliação fosse em cima apenas dessa projeção, é possível que a avaliação não contemplasse no detalhe outros fatores que poderiam interferir na capacidade de extrair valor da *startup*. Por isso a necessidade de agregar uma visão mais ampla de outros fatores que podem aumentar ou diminuir a valoração dessas empresas.

É possível ver em Dittmann et al. (2004) que a aplicação de múltiplos métodos de avaliação reduz substancialmente a taxa de fracasso de acordos de investimento entre capitalistas de risco e empreendedores. Em Dhochak et Doliya (2019) os autores sugerem que a gestão estratégica pode oferecer uma alternativa aos métodos tradicionais de *valuation* ao analisar *startups*. Eles apontam que recursos humanos internos, recursos de mercado e *networking* são variáveis que podem ajudar a estimar o valor de uma *startup*.

### 2.2.3 A indústria de *venture capital*

De acordo com Gompers (1999) a indústria de *venture capital* (ou capital de risco) supre a demanda de investimentos por *startups*:

Muitas startups exigem capital substancial. O fundador de uma empresa pode não ter fundos suficientes para financiar esses projetos sozinho e pode, portanto, buscar financiamento externo. As empresas empreendedoras que se caracterizam por ativos intangíveis

significativos, esperam anos de lucros negativos e têm perspectivas incertas, provavelmente não receberão empréstimos bancários ou outro financiamento de dívida. Para muitas dessas empresas, a enorme incerteza e as informações assimétricas podem tornar o capital de risco a única fonte potencial de financiamento. Organizações de capital de risco financiam esses projetos de alto risco e potencialmente de alta recompensa, comprando participações enquanto as empresas ainda são privadas.

O entendimento do modelo da indústria de *venture capital* é fundamental para que um empreendedor saiba como extrair mais valor da sua *startup* e transformar e esse valor de volta para os clientes (sociedade).

De acordo com Maitê (2021), as oportunidades podem chegar ao agente de investimento por meio de programas ou convocações específicas ou de forma recorrente e orgânica. Segundo a autora, oportunidades que chegam por indicação de outros atores da rede — incluindo *startups* do portfólio do agente, membros do time, investidores, outros fundos, aceleradoras e demais agentes do ecossistema — acabam tendo prioridade na análise.

É possível extrair da conclusão da autora que esse tipo de conhecimento, quando exposto à um empreendedor, pode acelerar o processo de investimento e, por consequência, de desenvolvimento da sua *startup*.

Quando se pensa nos tipos de investidor dessa indústria, é possível citar alguns, tais como: Venture Capital, Corporate Venture, Aceleradora, Venture Builder e Private Equity. Eles se diferenciam na forma de atuação e no tipo de empresa que estão atuando em conjunto.

O Venture Capital investe em startups com recursos de terceiros que são investidores da rede de contato dos gestores do fundo. Possuem uma tese e filosofia de investimento específicos.

O Corporate Venture atua como o braço de investimento de uma corporação e segue a estratégia de gerar valor para a corporação investindo nas startups.

A Aceleradora também atua como o Venture Capital, com a diferença que buscam como foco o desenvolvimento das startups de forma bastante intensa, com programas específicos para startups que estão iniciando.



A Venture Builder atua como uma empresa que busca construir outras empresas, ou seja, ela busca iniciar uma startup (e conseqüentemente investe recursos nestes desafios).

Por fim, o Private Equity também investe em empresas, mas estas costuma

### **2.3 – Percepção de valor**

Segundo ZEITHAML (1988), o valor percebido é a avaliação total do consumidor sobre a utilidade de um produto, baseada em percepções do que é recebido (benefícios) e do que é dado (sacrifícios).

Sirdeshmukh et al. (2002) afirmam que valor é definido como a percepção do consumidor dos benefícios menos os custos de manutenção de um relacionamento contínuo com um provedor de serviço.

Apesar de existirem variações, os vários autores convergem para o conceito de que o valor percebido pelo cliente está vinculado ao uso (utilidade) do produto ou serviço, está relacionado com a percepção do cliente e não com o posicionamento da empresa fornecedora, e envolve a noção de troca de benefícios por custos (DOMINGUES, 2000).

O conceito de valor percebido pode, então, ser usado analogamente para o caso de entender o valor que uma *startup* tem. Essa percepção, uma vez entendida pelo investidor, pode mudar como ele enxerga o quanto de recursos e energia ele está disposto a investir nesse negócio.

Os estudos sobre valor percebido vão de encontro com o tema de confiança nos negócios. Como explorado por Moorman (1993), a definição de confiança nesses ambientes pode ser colocada como “tendência a acreditar num parceiro de negócios no qual se tem crédito”.

A existência de confiança num parceiro de negócios e o compromisso com aquele parceiro, portanto, é mais importante para os clientes que vêm mais valor no próprio relacionamento. Estes clientes mais voltados para o relacionamento apreciam mais a existência de confiança e compromisso do que estarem satisfeitos com cada uma das trocas de um relacionamento contínuo; já os clientes mais

transacionais demandam que toda transação deva ser satisfatória (GRONRÖOS, 2000, p. 39).

Csillag (1991), define análise de valor como um conjunto sistematizado de esforços e métodos destinados a aumentar o valor econômico total de produtos, processos ou serviços existentes.

Segundo a revisão literária feita por Dominguez (2000), o processo genérico de determinação de valor do cliente se divide em cinco etapas:

- Determinar os atributos de valor;
- Hierarquizar os atributos de valor conforme sua importância na visão do cliente;
- Avaliar a percepção de valor dos clientes do que é de fato ofertado;
- Pesquisar justificativas e causas das percepções favoráveis e desfavoráveis;
- Prever futuros atributos de valor dos clientes.

Aqui, o estudo da percepção de valor se aplica com o objetivo de entender mais sobre os fatores que geram uma percepção maior de valor do investidor para com a startup, uma vez que os métodos de valoração tradicionais não atendem por completo às *startups*, e que existe um grande movimento de investimento acontecendo atualmente nessa frente.

#### **2.4 – Percepção de valor do investidor de *startups***

Ao longo da literatura, o capital humano demonstrou ter peso significativo no valor de uma empresa e, para construir uma *startup* com boa reputação, um conjunto de habilidades empreendedoras são necessárias (DHOCHAK et DOLIYA, 2019). De acordo com Lerner et al. (1994, apud Dhochak et Doliya, 2019), de uma perspectiva do investidor de risco, presume-se que habilidades empreendedoras ou experiência prática em iniciar um negócio aumentem a taxa de sucesso de um novo empreendimento.

De acordo com Cheng, Gu, & Xu, Miloud et al., Porter e Wells (2018, 2012, 1980, 1974, apud Dhochak et Doliya, 2019):

Na ausência de fundamentos próprios e sólidos da empresa, a estrutura de mercado desempenha um papel crucial na avaliação de um novo negócio. Para avaliar a estrutura de mercado, nos concentramos nos principais elementos estruturais, como: diferenciação do produto, vantagem competitiva, percepção do mercado e taxa de crescimento da indústria. A inovação é parte integrante de uma startup, e a diferenciação do produto é considerada um dos elementos mais importantes de um mercado.

Inferindo de resultados empíricos, uma maior intensidade de publicidade gera uma maior taxa de retorno, o que leva a uma maior valorização de uma empresa. Além disso, uma diferenciação de produto fornece uma vantagem competitiva para um novo participante, o que leva a um melhor desempenho financeiro (DHOCHAK et DOLIYA, 2019).

Segundo Porter (1980, apud Dhochak et Doliya, 2019), uma alta taxa de crescimento de uma indústria ajudará a fazer crescer novos entrantes de mercado. Os investidores de risco geralmente focam em uma indústria com crescimento lucrativo pois isso reduz o risco de incerteza e melhora a percepção de mercado, resultando em uma maior valorização do ativo (Zider, 1998 apud Dhochak et Doliya, 2019).

Já na variável de *networking*, Dhochak et Doliya (2019) citam que uma rede externa de relacionamento ajuda investidores de risco e empreendedores a avaliar uma *startup*. Quanto mais desenvolvida for uma rede de negócios, mais fácil será crescer e expandir o negócio, o que leva a uma maior valorização.

De acordo com Stuart, Hoang, & Hybels (1999, apud Dhochak et Doliya, 2019), a rede de relacionamento dos empreendedores ajuda a buscar oportunidades de fusão, aquisição e expansão da empresa. Miloud et al. (2012, apud Dhochak et Doliya, 2019) expôs que a rede de relacionamento beneficia a empresa por colaborar na transferência de tecnologia, expansão da empresa, cooperação e intercâmbio mútuo.

É possível ver em Zider (1998) que o perfil ideal de empreendedor que um *venture capital* busca é:

- Qualificado em uma área "quente" de mercado;
- Tem habilidade de vendas ou técnicas avançadas de *fundraising*;

- Conta uma história atraente e é apresentável para investidores externos;
- Reconhece a necessidade de velocidade de um *IPO* para liquidez;
- Tem uma boa reputação e pode fornecer referências;
- Mostra competência e habilidade;
- Entende a necessidade de uma equipe com uma variedade de habilidades e, portanto, vê por que o patrimônio da empresa deve ser alocado em pessoas;
- Trabalha diligentemente em direção a uma meta, mas mantém a flexibilidade;
- Se dá bem com o grupo de investidores;
- Compreende o custo de capital e as estruturas típicas de negócios e não se ofende com eles;
- É procurado por muitos *VCs*;
- Tem expectativas realistas sobre o processo e sobre o resultado.

Após ver que existem várias condições que alteram a percepção de valor por um investidor, surgem dúvidas sobre a correlação entre esses fatores e o peso que cada um tem em uma decisão de investimento. O processo de decisão de investimento está diretamente ligado à quais fatores o investidor mais prioriza e por consequência, o sucesso dessa decisão também.

De acordo com Zacharakis et Meyer (1998) o desempenho de uma empresa de capital de risco é uma função de quão bem ela toma a decisão de investimento e quão eficazes são seus conselhos e serviços após a decisão de investimento. Portanto, melhorar a decisão de investimento pode melhorar o desempenho da empresa de *VC*.

A forma como é obtida consistência no processo de tomada de decisão pelos *VCs* também é citada por Zacharakis et Meyer (1998):

Um *VC* provavelmente julgará os investimentos relativamente da mesma maneira de uma semana para a outra. No entanto, se as decisões desse *VC* forem comparadas de um ano para o outro, a consistência pode ser alterada porque novos critérios são usados para julgar o potencial de risco de um investimento. Se o processo de

decisão for inconsistente no curto prazo, tal inconsistência impediria tentativas sistemáticas de entender esse processo no longo prazo.

Questões como as seguintes expostas por Shepherd et Zacharakis (2003, p. 39) exploram variáveis do processo de decisão que podem interferir na performance das decisões.

Pesquisas anteriores na área de tomada de decisão sugerem que o aumento da experiência de VCs nem sempre leva a melhores decisões. Por exemplo, tomadores de decisão experientes parecem confiar em várias heurísticas e outras formas de atalhos mentais na mesma medida que aqueles sem experiência e isso pode levá-los a erros sérios. Eles são mais propensos a sofrer de excesso de confiança, tirando conclusões com base em pequenas amostras de experiência e generalizando a partir delas e podem ser menos propensos a se envolver em pensamentos contrafactuais, deixando assim de obter insights importantes sobre como o desempenho em várias situações pode ser melhorado no futuro. Assim, os tomadores de decisão experientes podem ficar cada vez mais presos aos modos atuais de pensamento e podem deixar de desenvolver melhores políticas de decisão que podem melhorar o desempenho futuro.

O presente trabalho busca explorar quais fatores percebidos pelos fundos de *venture capital* são valorizados no processo de tomada de decisão dos investimentos em *startups*. Espera-se entender mais sobre os aspectos que facilitam a valorização de um negócio o qual está sob condições de extrema incerteza de seu futuro.

Os estudos sobre os processos de decisão de investimento dos VCs e, em particular, sobre os critérios que os VCs empregam para tomar suas decisões de investimento têm um histórico relativamente longo, com os primeiros estudos remontando à década de 1970. Esses estudos produziram uma série de insights valiosos sobre o processo de decisão de investimento. Os resultados são frequentemente interpretados como evidências diretas sobre os fatores de sucesso de longo prazo de novas empresas, porque os investidores profissionais que ganham seu dinheiro investindo em novas empresas são considerados possuidores de muita experiência em distinguir vencedores de perdedores (Riquelme e Rickards, 1992).

Em *How Do Venture Capitalists Make Decisions?* (GOMPERS, 2016), é possível um exemplo de estudo que atingiu o maior número de fundos recentemente sobre o tema. Através da pesquisa com 889 investidores institucionais, buscou-se entender como eles tomavam decisões a cerca de oito tópicos: abertura de negociações, seleção de investimentos, valor da *startup*, estrutura do investimento, valor agregado pós-investimento, saídas da *startup*, organização interna da empresa e relacionamentos com sócios limitados (LPs).

No Brasil existem estudos acadêmicos conduzidos com a finalidade de identificar esses fatores e inclusive sugerir modelos de tomada de decisão com base na priorização destes. A maioria dos estudos encontrados foram elaborados a partir de entrevistas qualitativas que, em alguns casos, não representaram uma grande parte da totalidade do espaço amostral dos fundos de *venture capital* no Brasil. O presente estudo visa, além de entregar uma visão contemporânea da percepção dos investidores, explorar uma amostra maior dessas percepções a fim de gerar novas análises e compará-las com outros estudos já elaborados.

### **3. METODOLOGIA**

Este trabalho se trata de uma pesquisa científica cuja proposta é analisar os fatores valorizados por um investidor de *startups* na decisão de investimento.

Após o estudo do tema e dos artigos publicados, viu-se que existe um espaço para explorar a opinião dos fundos de *venture capital* e focar no volume de respostas, ou seja, tentar contemplar o máximo de respostas desses atores nos dias de hoje.

Para Silva (2005), as pesquisas podem ser classificadas quanto aos seguintes pontos:

1. Seus objetivos
2. Sua finalidade
3. A abordagem do problema
4. Técnicas adotadas

Em relação aos objetivos, a pesquisa é descritiva, pois busca-se descrever características de determinada população. Buscou-se ter a resposta de um tipo de população específica, os atores dos fundos de *venture capital*.

A finalidade ou natureza do trabalho é aplicada, pois busca gerar conhecimentos para uma situação prática (SILVA, 2005), além de serem dirigidos à solução de problemas específicos, envolvendo verdades e interesses locais.

Com relação à abordagem do problema, a pesquisa tem caráter qualitativo, principalmente porque busca-se entender as particularidades do comportamento de um grupo de indivíduos e analisar a interação das variáveis que circulam essas particularidades.

Quanto às técnicas ou métodos adotados, a escolha é por um levantamento de dados (ou *survey*), pois espera-se ter uma visão geral significativa das características estudadas.

### **3.1 Descrição da pesquisa**

Como lição aprendida de estudos anteriores, o acesso às pessoas que trabalham nos fundos de *venture capital* é difícil e quando ele existe, o processo de pedir para o respondente completar um questionário pode ser mais difícil ainda dependendo do tempo que ele toma, já que a rotina dessas pessoas costuma ser cheia.

Outro ponto é que existe uma desmotivação em expor os dados do fundo dentro de uma pesquisa que pede identificação, muitas vezes porque os fundos acreditam que estão passando informações sigilosas as quais podem conferir vantagem a algum concorrente.

Dito isto, o objetivo deste estudo foi captar o máximo de respostas anônimas possíveis de pessoas que cumprem a função de estagiários, analistas, associados e sócios de fundos de *venture capital* no Brasil, a fim de ter um volume maior de dados para serem analisados.

Além disso, buscou-se enxergar além dos fatores mais gerais citados por estudos, fatores mais específicos que possam ter algum tipo de influência, ainda que mínimo, no processo de tomada de decisão do investimento.

Com referência para a pesquisa, foi utilizado um modelo adaptado do artigo de Gompers (2016): *How Do Venture Capitalists Make Decisions?* Por entender que o estudo teve grande relevância para o tema.

A pesquisa foi realizada por meio de um formulário online, a fim de atingir o máximo de respostas possíveis. A plataforma escolhida foi o *Google Forms* e a abordagem foi feita via LinkedIn para 80 pessoas que faziam parte de algum fundo de *venture capital* como cargo atual na rede social. Além disso, foi utilizada a rede de relacionamentos do *Emerging Venture Capital Fellows* para divulgar o questionário. O *EVCF* é uma comunidade de estagiários, analistas, associados e demais não-sócios da indústria de *Venture Capital* no Brasil. Ao todo, são mais de 200 pessoas que trabalham voluntariamente para aumentar as conexões do ambiente de *VC* no Brasil, até então muito fechado e pouco compreendido. Essa mesma rede apresenta a maior diversidade de fundos de *venture capital* no Brasil, o que fez o questionário atingir um nível de retrato da realidade ainda maior. No final das aplicações, obtiveram-se 52 respostas. Um dos pontos elencados como positivo pelos respondentes foi a possibilidade de consultar as respostas já enviadas em tempo real na página final do formulário, assim os respondentes tinham um estímulo a mais para completá-lo.

O formulário foi dividido em três partes: a primeira perguntava os aspectos sobre o respondente e o fundo em que ele trabalha (tais como função, posicionamento do fundo e estágio de investimento); a segunda parte pedia para ele classificar do mais importante ao menos importante os fatores de decisão de investimento em uma *startup*; por fim, a terceira parte buscou entender qual a importância de fatores específicos para o investimento.

Na parte de classificação de importância dos fatores, o respondente teve necessariamente que classificar todos os fatores em ordem. Já na parte da importância dos fatores específicos, foi usada a escala de *Likert* para obter um resultado preciso e mais rápido da opinião de quem respondeu. Nesta escala de 1 a 5, a menor nota significava que o fator era irrelevante para o investimento e a maior que o fator era essencial para o investimento.



## 3.2 Questões da pesquisa

Partindo do objetivo central de entender quais são os fatores mais importantes para decisão de um VC, buscou-se na literatura as respostas já estudadas tanto no Brasil quanto fora.

Ao analisar os artigos de Gompers (2016), Macmillan, Zemann et Subbanarasimha (1987), Macmillan, Siegel, et Narasimha (1985), Siskos et Zopounidis (1987), Cicconi (2014) e Costa (2020), observou-se um padrão nos fatores que a literatura relata como mais importantes para a tomada de decisão do investimento.

A primeira versão da pesquisa, além de ser validada com o professor orientador, foi enviada para um grupo de 5 pessoas, a fim de pegar um *feedback* dos padrões das respostas. Após o retorno do grupo teste, percebeu-se que havia dúvidas no significado dos fatores escolhidos para classificação, além de que surgiram sugestões de fatores específicos para serem analisados isoladamente.

A pesquisa então foi revisada e montada de forma que fosse algo simples e rápido de ser respondido. Na sua versão final, o respondente conseguiu preenchê-la em dois minutos.

### 3.2.1 Fatores de classificação por ordem de importância

Os fatores escolhidos para serem classificados em ordem de importância foram:

- Tamanho do mercado;
- Habilidade e histórico do time;
- Originalidade/diferenciação da *startup*;
- Produto;
- Capacidade do fundo de agregar valor.

Tamanho de mercado está diretamente ligado à criação de valor e à capacidade de entender quanto pode ser extraído de um investimento de uma empresa. Em termos gerais, o tamanho de mercado é dado pelo número de potenciais consumidores multiplicado pela receita gerada por cada consumidor.

Existe uma crença no mercado de VC de que “é melhor investir em um time preparado e uma oportunidade mediana do que investir em um time despreparado e uma ideia excelente”. A ideia de colocar esse fator foi de entender quão forte é essa crença. Quando uma equipe possui habilidade e histórico passados de gerir uma organização, buscar investimento, vender e atrair talentos, consta na literatura de que isso é bem visto pelos investidores.

Outra crença presente é a de que uma *startup* bem sucedida está relacionada com alguma característica inovadora não vista nos modelos atuais, ou seja, ela ser vista como um projeto/ideia original.

O quarto fator da classificação é o produto, aquilo que representa de fato a entrega de valor da empresa. Toda experiência do usuário, forma de contato, visual e interface passam pelo produto.

Por fim, a capacidade do fundo de agregar valor. Entende-se por isso a capacidade de um fundo de olhar para uma *startup* e pensar que, com as experiências adquiridas se relacionando com o fundo, essa *startup* pode se desenvolver muito mais do que se desenvolveria sozinha.

### **3.2.2 Fatores específicos para classificação individual de importância**

Na segunda parte do formulário buscou-se entender a relevância de fatores mais específicos na tomada de decisão. A partir da experiência do estudante que conduz o estudo, dos *feedbacks* dos primeiros respondentes do questionário e de buscas na literatura, foram elencados os 12 fatores a seguir:

- A abertura dos *founders* para receber *feedback*;
- A paixão dos *founders* por empreender;
- A paixão dos *founders* pelo problema que estão resolvendo;
- Experiências passadas dos *founders* no mercado de atuação;
- A habilidade dos *founders* de levantar dinheiro;
- A equipe estar completa em termos de cargos e habilidades dos membros no momento do funding;
- O branding (posicionamento, valores e imagens relacionados à marca);
- A dificuldade do produto de ser copiado;
- A distância geográfica entre a sede da *startup* e o fundo;

- A visão clara de uma empresa possível compradora da *startup*;
- O fato da *startup* possuir alguma empresa de grande relevância do seu mercado de atuação como cliente;
- A relação direta dos fatores ESG (Governança Ambiental, Social e Corporativa) com a *startup*.

Os seis primeiros fatores estão ligados aos fundadores e seus times. O primeiro busca entender a relevância dos *founders* em receber um feedback, visto que, a partir do momento que um fundo vira sócio da empresa, o contato é próximo por muitos anos da vida da empresa. Se o *founder* enxerga valor na opinião do fundo e está aberto para receber esse tipo de mensagem, a relação tende a ser mais proveitosa.

Warnick et al. (2018) apresentam que frequentemente os VCs esperam que o empreendedor seja apaixonado, mas que ainda existe uma lacuna para entender qual tipo de paixão é esperada. A paixão em si pode ser descrita como uma identificação muito intensa de sentimentos por algo ou alguém. Neste estudo foram exploradas duas paixões: por empreender, ou seja, por ter a iniciativa de decidir realizar uma mudança em um negócio ou implementar um novo negócio; e a paixão dos pelo problema que os *founders* estão resolvendo. Nesse caso, uma ligação muito mais direta em se incomodar com algo na sociedade que ainda não foi resolvido.

Também buscou-se entender a importância dos *founders* em possuir experiências passadas no mercado de atuação da *startup*. Pela *startup* poder ter um modelo muito diferente do que costuma ser trabalhado naquele mercado, foi explorado se esse fator é fortemente valorizado.

O próximo fator tem a ver com o processo de *fundraising* da *startup*, algo contínuo, e por isso, uma vez que os *founders* apresentam a habilidade de conseguir levantar dinheiro de investidores, isso traz uma segurança a mais de que eles repetirão esse resultado no futuro. Esse tipo de habilidade envolve especificamente conseguir extrair o máximo de valor da proposta atual e dos possíveis ganhos futuros da empresa. Se trata de passar a visão de forma tão clara que os investidores conseguem imaginar o ganho futuro no dia atual.

Um dos tópicos muito pontuados na literatura é sobre a complementaridade da equipe. A falta de uma equipe complementar indica que uma das frentes da *startup* pode ficar desfalcada. Vale ressaltar que, em um

ambiente com escassez de recursos (tanto humanos quanto de capital), é comum ver uma equipe que está em processo de construção dessa complementaridade. Muitas vezes o que se busca na análise desse fator é entender se a *startup* possui os recursos necessários para executar o planejamento que está se propondo.

No fator de *branding*, a questão foi entender quanto a presença de um trabalho de marca faz diferença para os investidores. Principalmente para modelos disruptivos, a distância entre o que a *startup* entrega e o que ela comunica que entrega pode determinar uma visão equivocada de quem está interagindo com ela.

O fator seguinte é sobre a dificuldade do produto de ser copiado. A intenção foi descobrir se, no geral, o risco de um novo player surgir e replicar o modelo da *startup* poderia ser representativo o suficiente para impedir que um investidor aprovasse o investimento.

Sobre a distância geográfica entre a *startup* e o fundo, buscou-se entender se isso era uma questão importante hoje em dia. Uma menor distância significa uma maior facilidade em encontros presenciais, por exemplo. Apesar desse ponto, sabe-se que optar por investir apenas em *startups* da região limita o espectro de oportunidades encontradas.

No fator de enxergar uma empresa possível compradora, buscou-se entender se, mesmo sendo um investimento de longo prazo, essa visão é necessária na época do investimento, visto que o valor que a *startup* cria pode vir a ser enxergado como importante para um *M&A* anos depois o investimento.

O penúltimo fator focou na representatividade de algum cliente relevante da *startup*. O fato dela possuir uma validação de uma empresa que já é validada no seu mercado pode ser um indício de que a solução tem valor.

Por fim a relação da *startup* com os pontos do ESG foi algo estudado especialmente por estar em alta nos dias de hoje. A preocupação dos investidores em apostar em uma *startup* que entrega valor ao mesmo tempo que foca em sustentabilidade e impacto social foi analisada para entender a relevância disso na ótica dos investimentos em *venture capital*.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

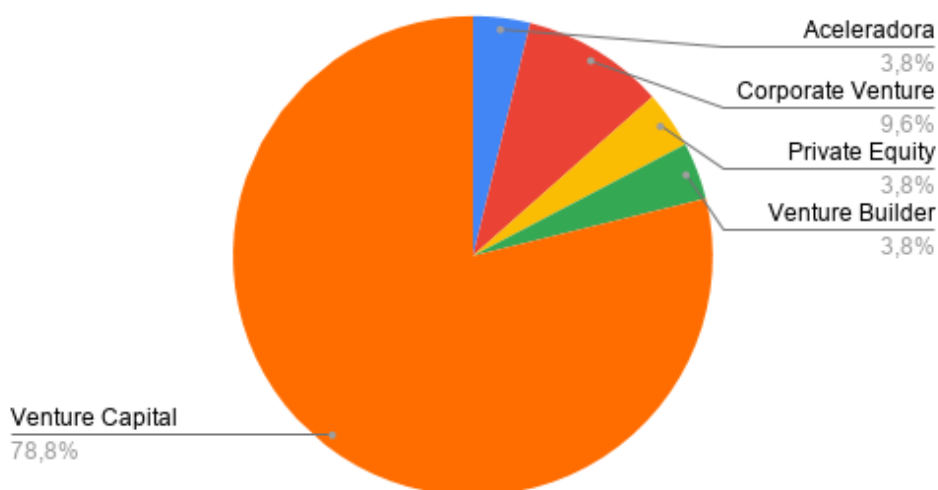
Esta seção do trabalho é reservada para análise dos resultados do estudo de campo. Junto com o estudo da literatura, a análise das respostas da pesquisa pode trazer comparações e conclusões específicas para ir de encontro ao objetivo do trabalho.

### 4.1 Perfil do investidor

Obtiveram-se 52 respostas individuais do formulário no total. Os próximos gráficos apresentam o perfil do investidor e do fundo que ele trabalha.

Figura 6 - Representação por tipo de investidor

Faço parte de um(a):

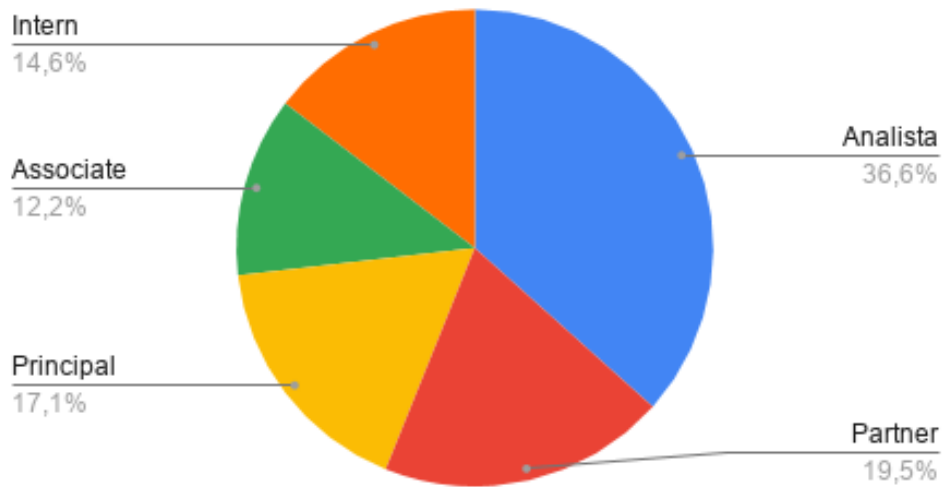


Fonte: Autoria própria (2021)

Do total, 41 (78,8%) respondentes se declararam fazer parte de um *venture capital*. Para o objetivo desse trabalho foram excluídos da análise os outros 22,2% que não se declararam atuar dessa forma, esses investidores são aceleradoras, *corporate ventures*, *private equities* e *venture builders*. O próximo gráfico mostra sobre a função dos respondentes:

Figura 7 - Representação por perfil de respondente

### Atuo na função de:

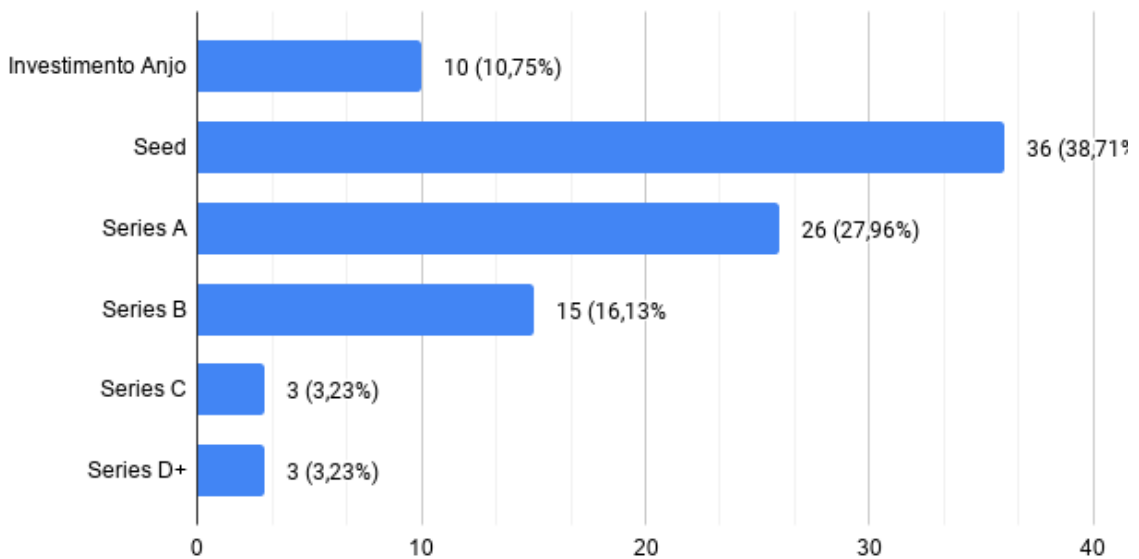


Fonte: Autoria própria (2021)

Da amostra estudada na pesquisa, os *venture capitals*, obteve-se cinco tipos de funções nas respostas do questionário. Do total, 14,6% dos respondentes se declararam *interns*, 12,2% *associates*, 17,1% *principals*, 19,5% *partners* e 36,6% *analistas*. A representação por estágios de investimento é mostrada na Figura 8 a seguir:

Figura 8 - Representação por estágio de investimento

### Em qual/quais estágio(s) de investimento o fundo atua?



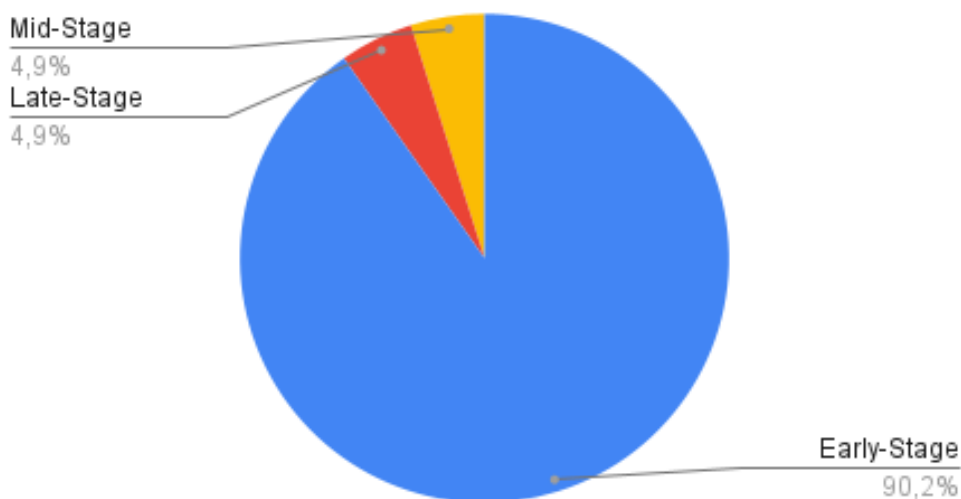
Fonte: Autoria própria (2021)

Em relação aos estágios de atuação, a faixa com maior número de respostas foi o *seed*, onde 36 (38,71%) fundos responderam atuar nessa faixa. As faixas com menor número de respostas foram a *Series C* e *Series D+*, ambas com 3 (3,23%) respondentes.

A fim de tornar a compreensão de estágio de atuação mais simples e aperfeiçoar as análises, foram elaboradas faixas de atuação de investimento de acordo com os estágios selecionados por cada resposta. As faixas são três: *early-stage*, *mid-stage* e *late-stage*, como mostra a Figura 9:

Figura 9 - Representação por estágio de investimento agrupado

### Estágio por faixa de investimento:

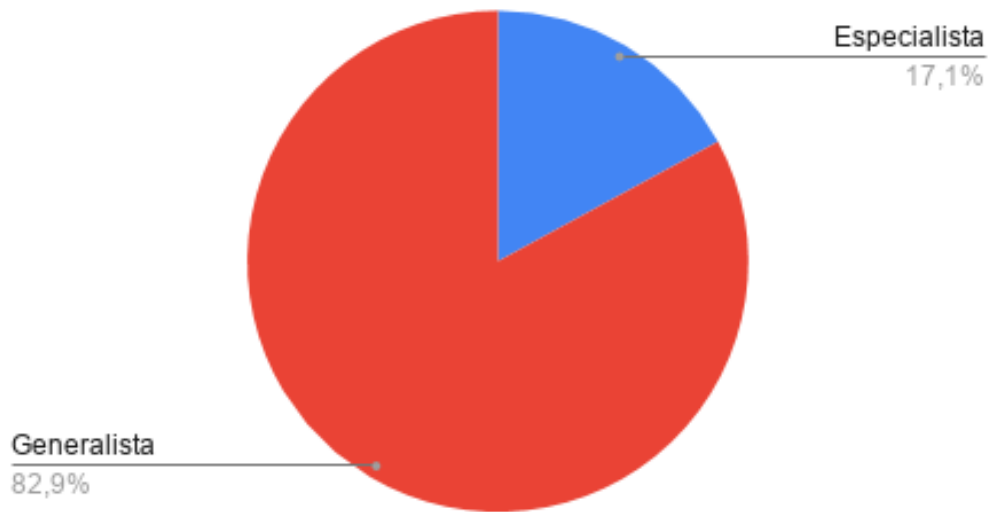


Fonte: A autoria própria (2021)

A última pergunta sobre o perfil do fundo foi em relação ao grau de especialização por indústria investida, como mostra a Figura 10:

Figura 10 - Representação por grau de especialização

Em relação à indústria, o fundo é:



Fonte: Autoria própria (2021)

Nesse quesito, 34 (82,9%) respostas disseram ser generalistas *versus* 7 (17,1%) que disseram ser especialistas.

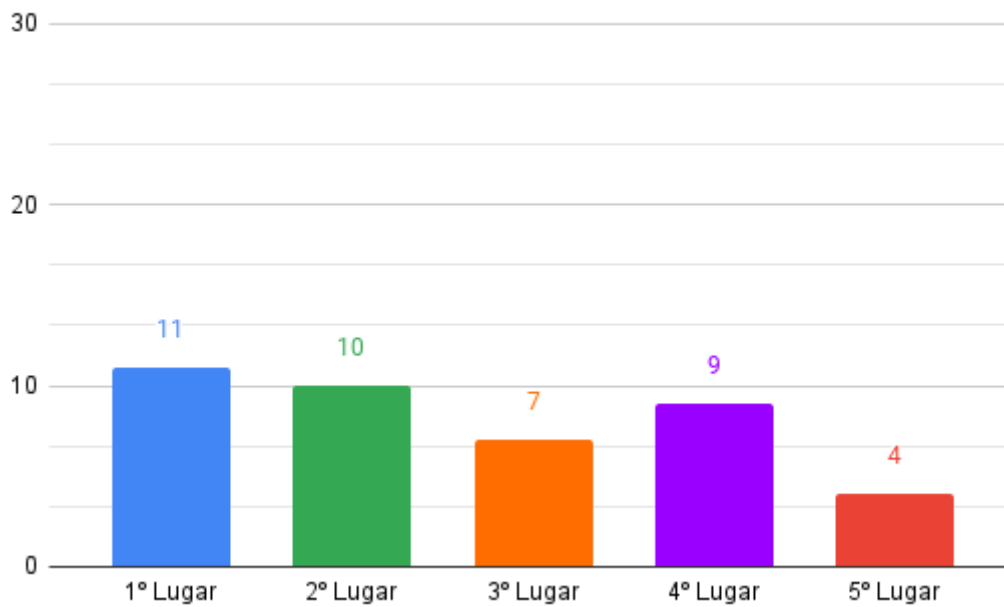
#### 4.2 Análise dos resultados dos fatores gerais de decisão

Foi questionado aos VCs a ordem de importância que eles dão para cada um dos seguintes fatores: tamanho do mercado; habilidade e histórico do time; originalidade/diferenciação da solução; produto e capacidade do fundo de agregar valor. Abaixo segue a contagem das respostas de acordo com a ordem de importância:



Figura 11 - Ordem de importância do fator "Tamanho de mercado"

### Tamanho do mercado:

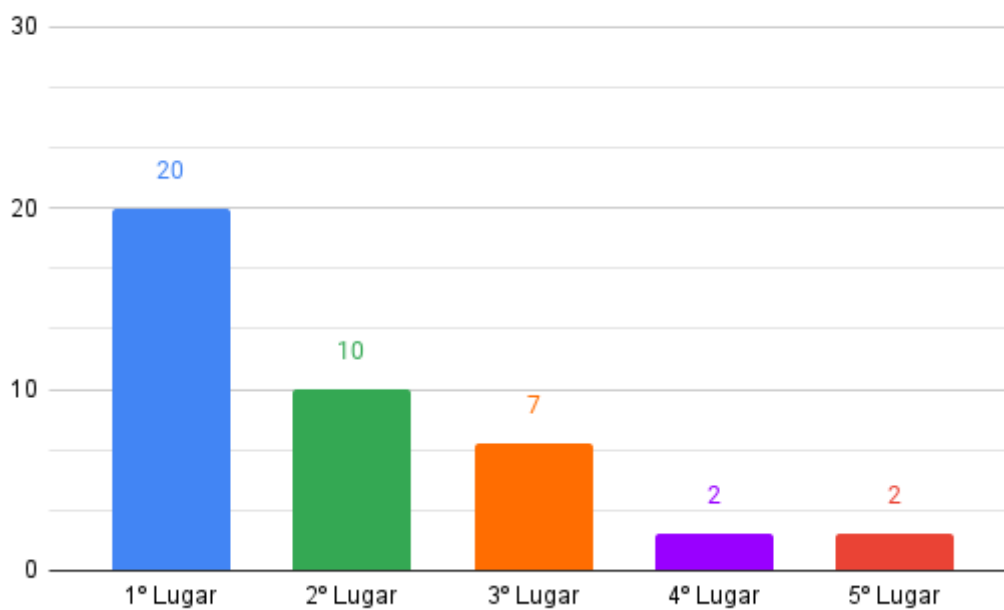


Fonte: Autoria própria (2021)

Na Figura 11 é visto que o tamanho de mercado ficou em primeiro lugar na frente dos outros fatores.

Figura 12 - Ordem de importância do fator "Habilidade e histórico do time"

### Habilidade e histórico do time:

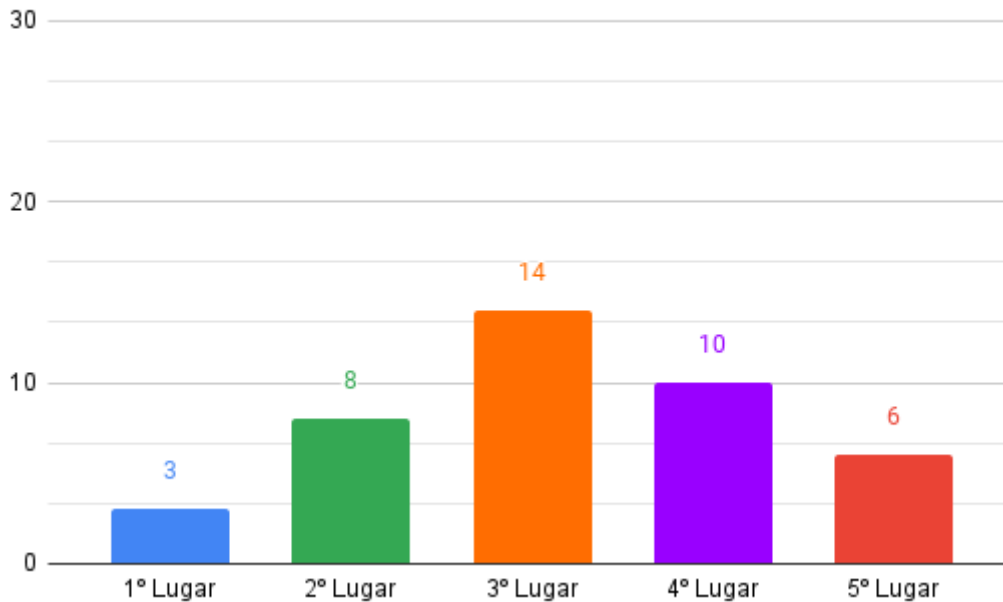


Fonte: Autoria própria (2021)

Já na Figura 12 a “Habilidade e histórico do time” também ficou em primeiro lugar com a diferença dos outros fatores ainda superior ao fator da Figura 11.

Figura 13 - Ordem de importância do fator "Originalidade/Diferenciação da startup"

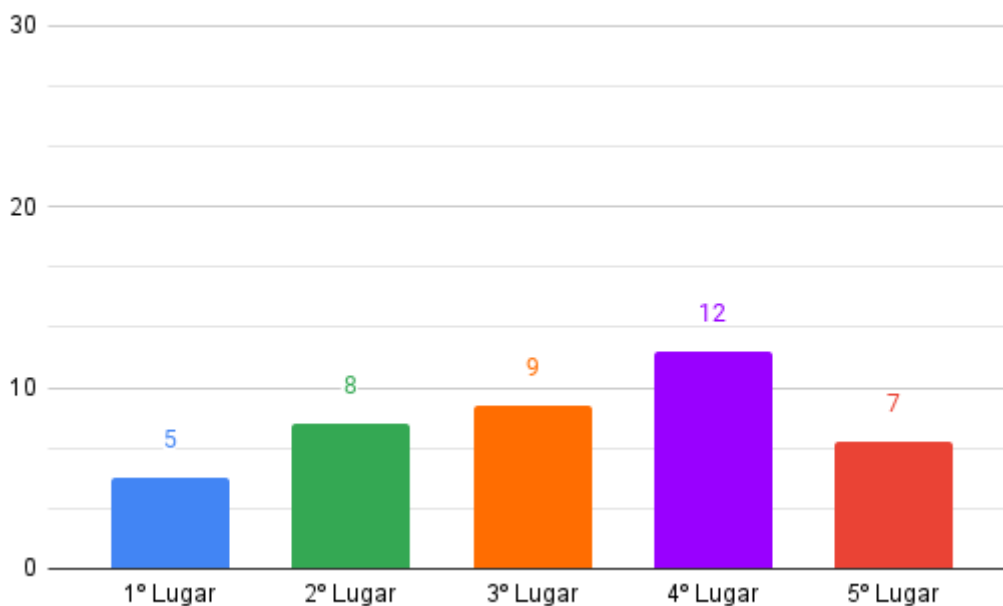
### Originalidade/Diferenciação da startup:



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 14 - Ordem de importância do fator "Produto"

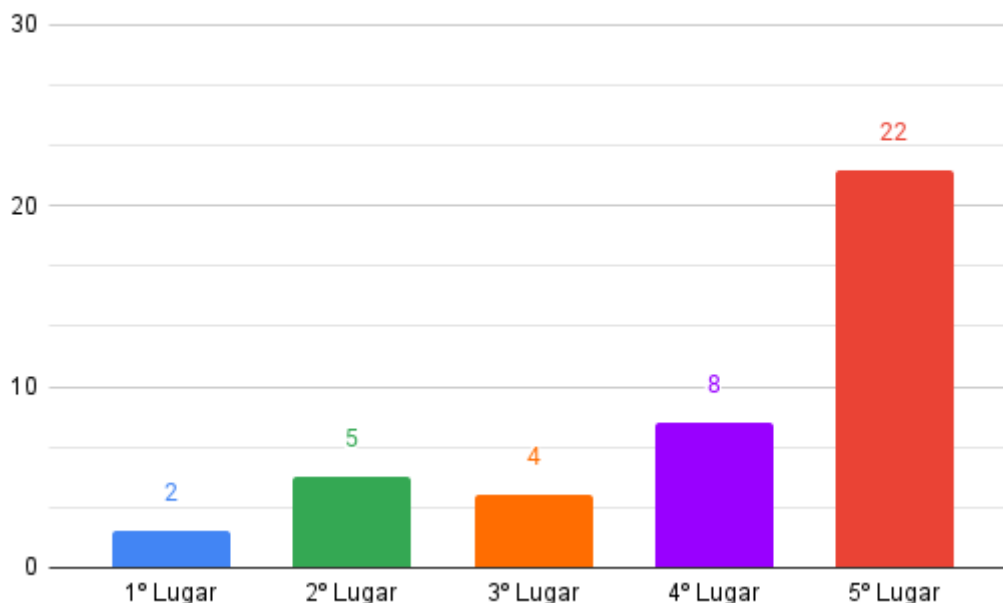
### Produto:



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 15 - Ordem de importância do fator "Capacidade do fundo de agregar valor"

### Capacidade do fundo de agregar valor:



Fonte: Autoria própria (2021)

Os resultados da pesquisa corroboram para um indício pontuado frequentemente na literatura: o fator de habilidade e histórico do time é o mais valorizado pelos VCs. Contendo 20 respostas de primeiro lugar e apenas 2 respostas de quinto lugar, é o fator que representa a classificação voltada às maiores posições. O segundo fator melhor posicionado foi o tamanho do mercado: com 11 respostas de primeiro lugar e 4 de quinto lugar, o fator de tamanho do mercado também é o que apresenta a menor volatilidade entre as respostas (junto com o fator de produto), a diferença do maior número de votos para o menor é de 7 votos. O terceiro fator na percepção de classificação é o produto, pois apresenta o maior número de votos em primeiro lugar, além disso detém a menor volatilidade junto com o fator anterior. Seguindo para o quarto fator temos a originalidade/diferenciação da *startup*, que também pode ser percebido como um fator tão importante quanto o produto, pois teve 14 votos para terceiro lugar, 10 para quarto lugar e 6 para quinto lugar. Significa que, apesar de não aparecer no primeiro lugar de mais pessoas, ele aparece em posições intermediárias mais vezes que o fator de produto, que por sua vez aparece mais vezes nas últimas posições. Por fim, fica claro que o fator

percebido como menos importante dos cinco fatores é a capacidade do fundo de agregar valor. Com apenas 2 respostas de primeiro lugar e 22 respostas de quinto lugar, entende-se que os investidores, em uma ordem de priorização, decidem menos pela capacidade que o fundo tem de agregar valor para a *startup* do que todos os outros fatores.

Também foi montado o Quadro 2 do maior número de respostas de cada *ranking*:

Tabela 1 - Número de respostas por ordem de classificação

<b>Ranking</b>	<b>Fator</b>	<b>Nº de respostas</b>	<b>% do total de respostas</b>
1º Lugar	Habilidade e histórico do time	20	48,7%
2º Lugar	Tamanho do mercado/Habilidade e histórico do time	10	24,3%
3º Lugar	Originalidade/Diferenciação da <i>startup</i>	14	34,1%
4º Lugar	Produto	12	29,2%
5º Lugar	Capacidade do fundo de agregar valor	22	53,6%

Fonte: Autoria própria (2021)

O ranking que teve o maior número de respostas foi o 5º Lugar, com o fator “Capacidade do fundo de agregar valor”. O que teve menos respostas foi o 2º Lugar, empatado com os fatores “Tamanho do mercado” e “Habilidade e histórico do time”.

Fazendo uma análise por cargo do respondente, não se obteve mudanças significantes nos resultados das análises. Ao filtrar a ordem de classificação por *interns* e analistas, um resultado parecido é obtido. Ao filtrar a ordem por *associates* e *principals*, resultado semelhante é obtido no fator mais importante, enquanto o menos importante ficou empatado entre “Produto” e “Capacidade do fundo de agregar valor”. Por fim, ao fazer uma análise isolada das respostas dos *partners*, também não foi encontrada uma mudança nos resultados de forma geral. Pontos interessantes, porém, são destacados a seguir:

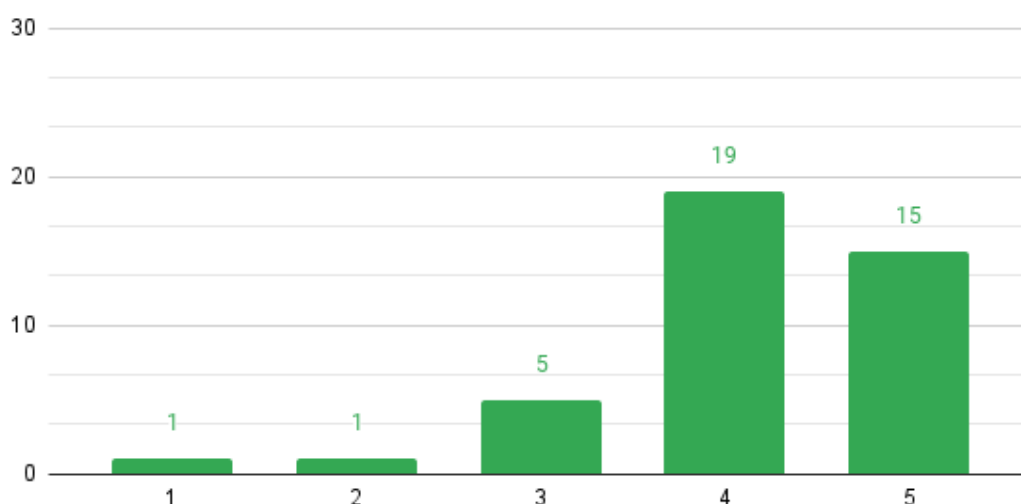
- As únicas duas respostas que colocaram a Capacidade do Fundo de Agregar Valor em primeiro lugar vieram de *interns* e analistas;
- As únicas duas respostas que colocaram “Habilidade e histórico do time” em último lugar vieram de *interns* e analistas;
- Para os *associates* e *principals*, o fator produto foi elencado em primeiro lugar apenas uma vez. Para o fator “Capacidade do fundo de agregar valor”, a maior colocação foi o segundo lugar, apontado também apenas uma vez;
- Para os *partners*, o fator mais importante também foi a “Habilidade e histórico do time”, representando 5/8 (62,5%) dos votos em primeiro lugar, versus 48,7% da análise de todos os cargos.

### 4.3 Análise dos resultados dos fatores específicos de decisão

A terceira parte da pesquisa foi direcionada para entender o grau de importância isolado de fatores mais específicos para o investimento. Abaixo, segue a representação da dispersão das respostas de cada um dos doze fatores:

Figura 16 - Avaliação da abertura dos founders para receber feedback

**De 1 a 5, a abertura dos founders para receber feedback é um fator importante para o investimento?**

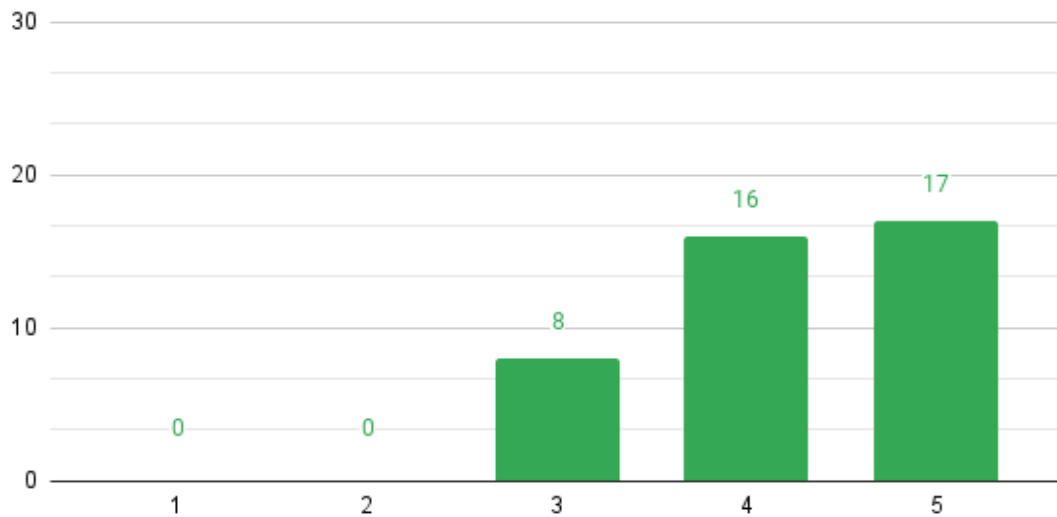


Fonte: Autoria própria (2021)

Na Figura 16 o fator é classificado, em sua maioria, entre as notas 4 e 5, de forma que a média dos valores ficou em 4,12, com apenas uma nota 1 e uma nota 2.

Figura 17 - Avaliação da paixão dos founders por empreender

**De 1 a 5, a paixão dos founders por empreender é um fator importante para o investimento?**

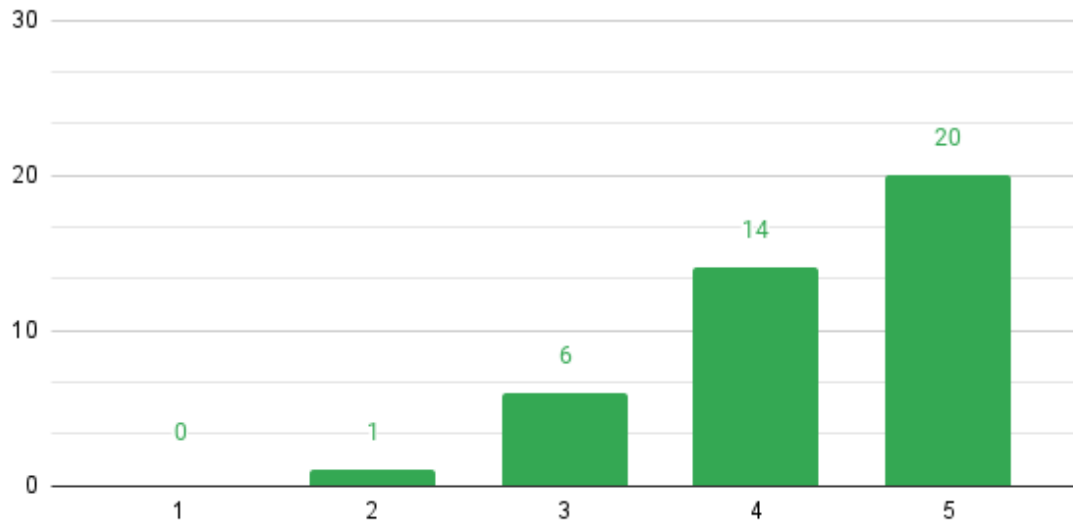


Fonte: Autoria própria (2021)

Na Figura 17 o fator é classificado, também em sua maioria, entre as notas 4 e 5, de forma que a média dos valores ficou em 4,21, com zero notas 1 e 2.

Figura 18 - Avaliação da paixão dos founders pelo problema que estão resolvendo

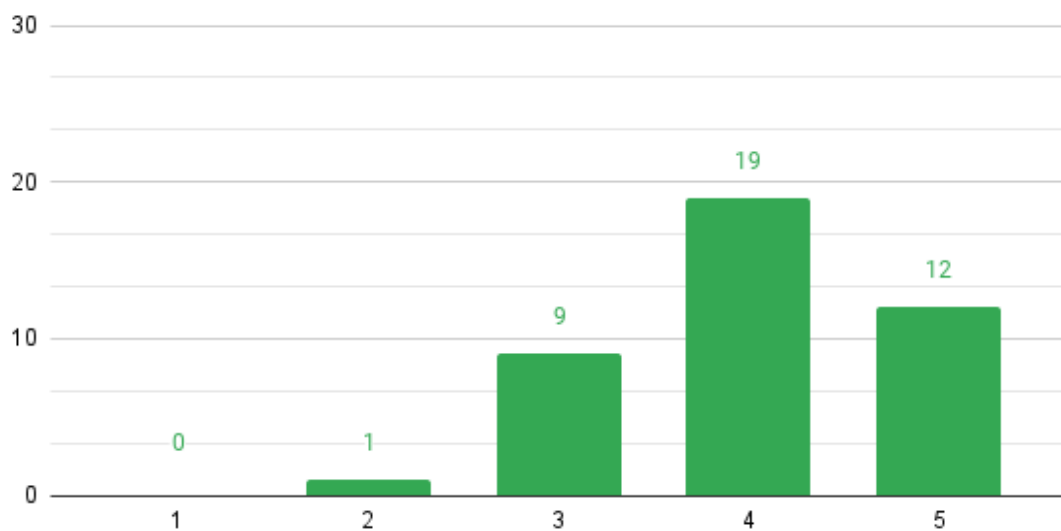
**De 1 a 5, a paixão dos founders pelo problema que estão resolvendo é um fator importante para o investimento?**



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 19 - Avaliação das experiências passadas dos founders no mercado da startup

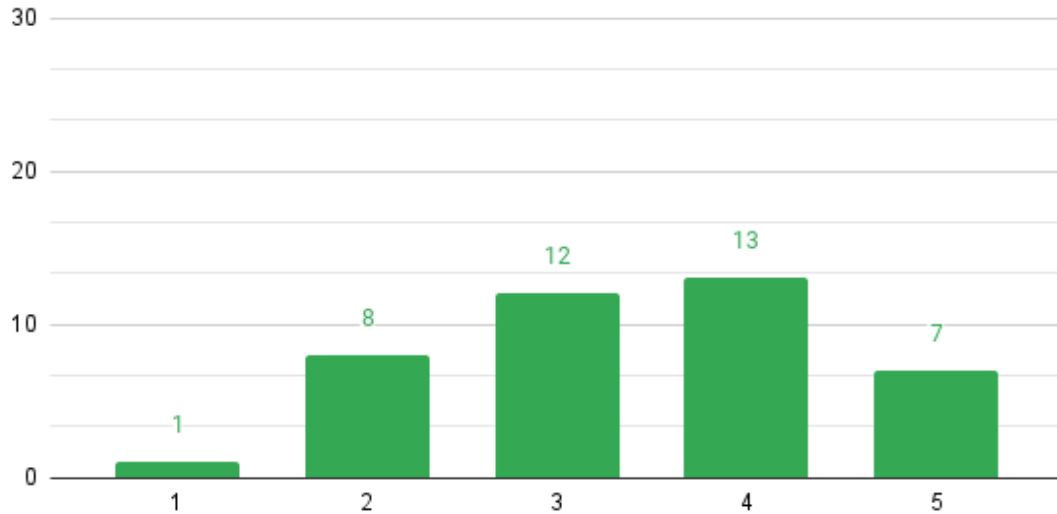
**De 1 a 5, experiências passadas dos founders no mercado de atuação da startup são fatores importantes para o investimento?**



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 20 - Avaliação da habilidade dos founders de levantar dinheiro

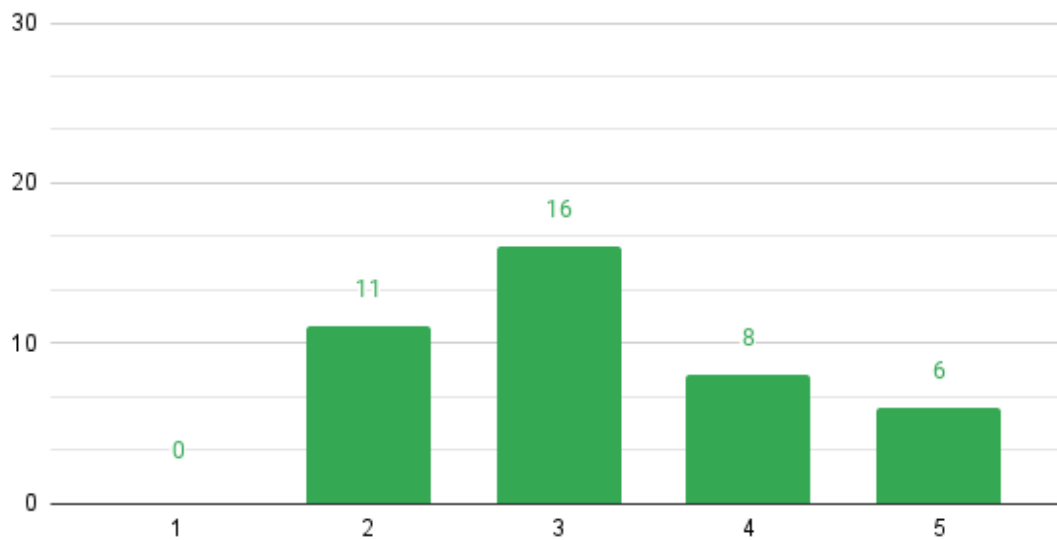
De 1 a 5, a habilidade dos founders de levantar dinheiro é um fator importante para o investimento?



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 21 - Avaliação da complementaridade da equipe

De 1 a 5, a equipe estar completa em termos de cargos e habilidades dos membros no momento do funding é um fator importante para o investimento?

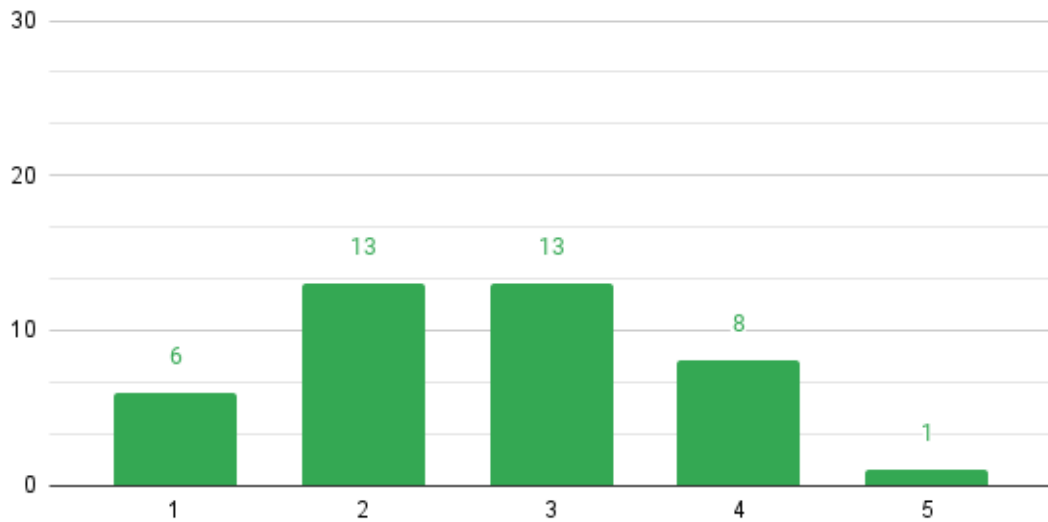


Fonte: Autoria própria (2021)



Figura 22 - Avaliação do branding da startup

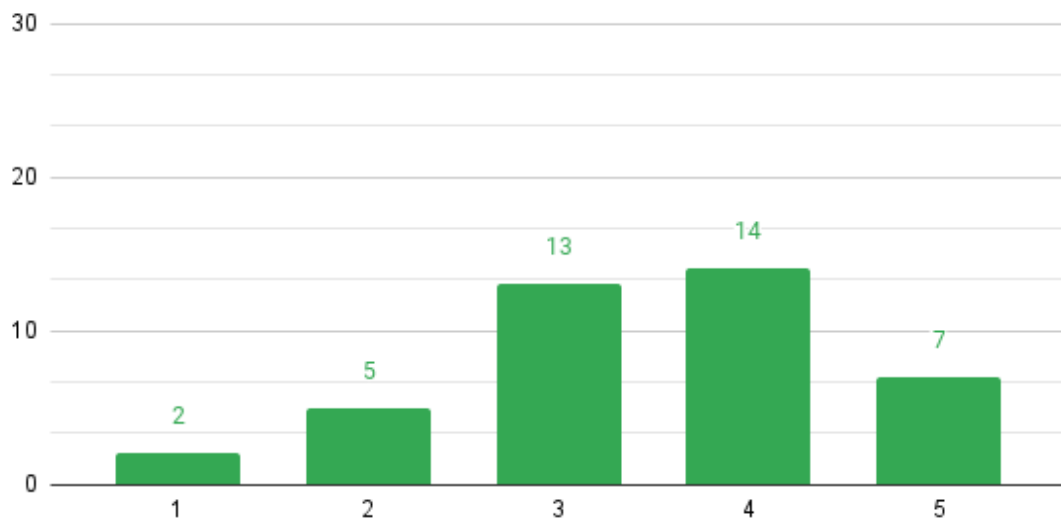
**De 1 a 5, o branding (posicionamento, valores e imagens relacionados à marca) é um fator importante para o investimento?**



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 23 - Avaliação da dificuldade do produto de ser copiado

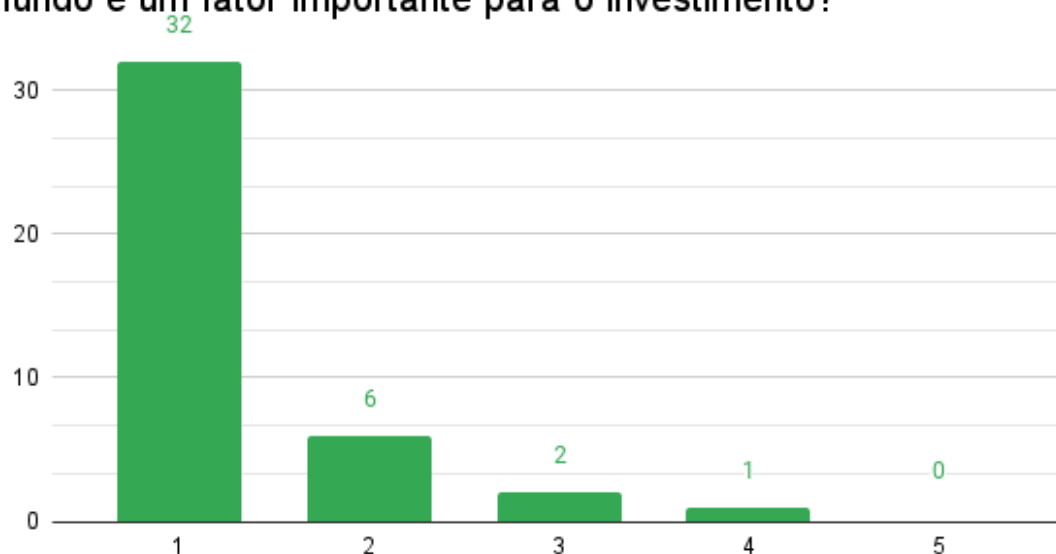
**De 1 a 5, a dificuldade do produto de ser copiado é um fator importante para o investimento?**



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 24 - Avaliação da distância geográfica da startup e fundo

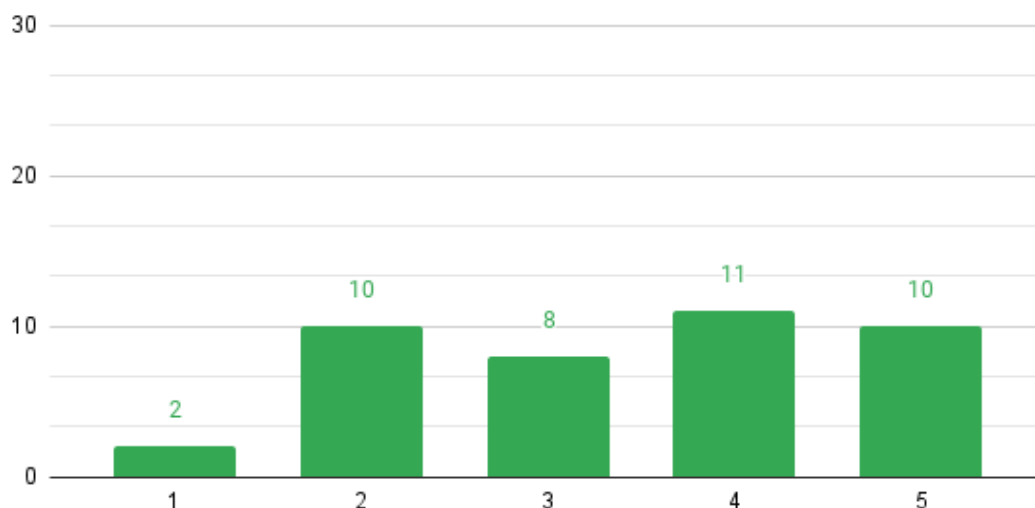
De 1 a 5, a distância geográfica entre a sede da startup e o fundo é um fator importante para o investimento?



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 25 - Avaliação da visão clara da empresa compradora da startup

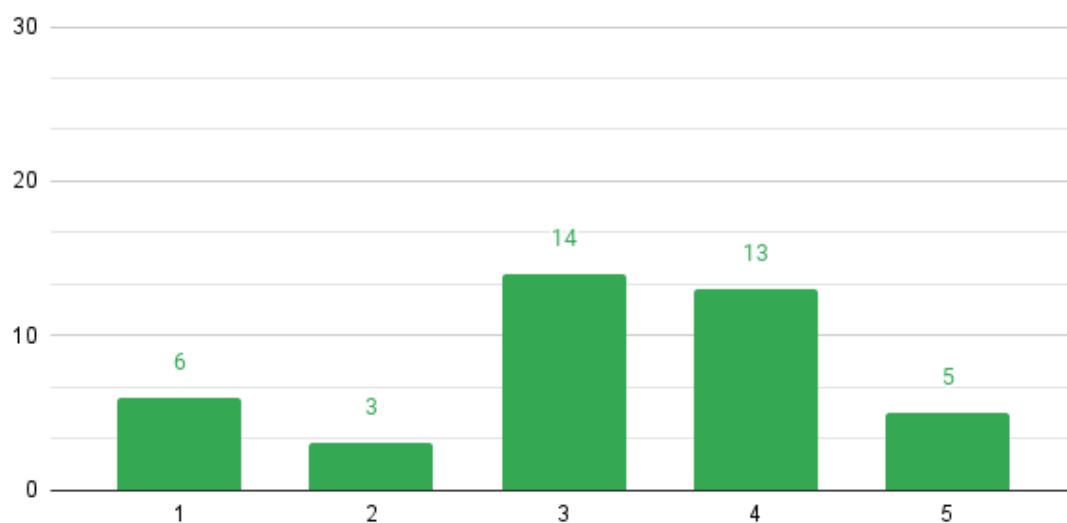
De 1 a 5, a visão clara de uma empresa possível compradora da startup é um fator importante para o investimento?



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 26 - Avaliação da presença de uma empresa relevante como cliente da startup

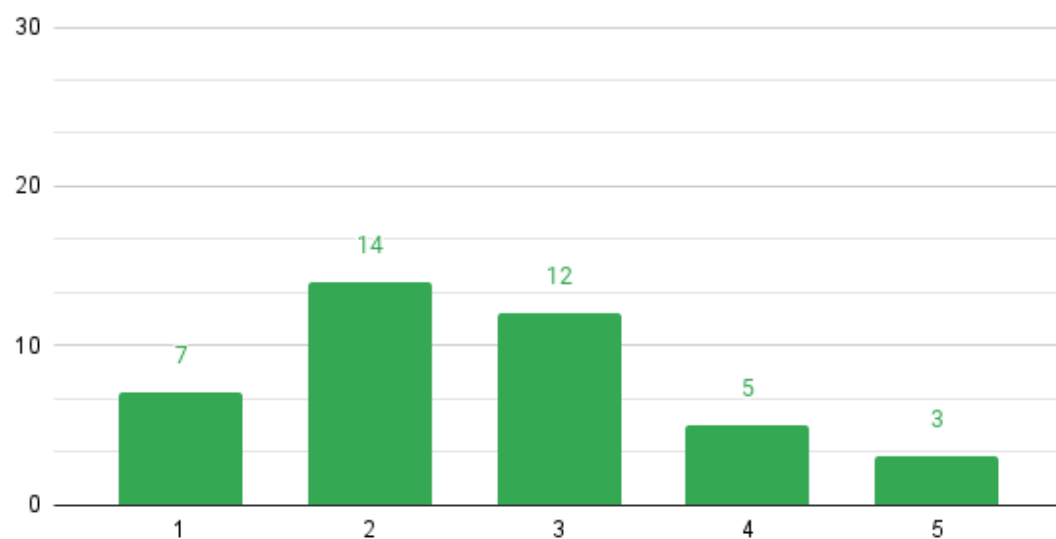
De 1 a 5, o fato da startup possuir alguma empresa de grande relevância do seu mercado de atuação como cliente é um fator relevante para o investimento?



Fonte: Autoria própria (2021)

Figura 27 - Avaliação da relação direta dos fatores ESG com a startup

De 1 a 5, a relação direta dos fatores ESG (Governança Ambiental, Social e Corporativa) com a startup é um fator importante para o investimento?



Fonte: Autoria própria (2021)

Os primeiros fatores específicos estão relacionados às características específicas dos fundadores da *startup* e do seu time. No primeiro fator, a abertura

dos *founders* para receber *feedback* é avaliada com a nota máxima 15 vezes (36%), enquanto o mesmo fator recebeu nota 1 apenas uma vez. Na escala *Likert* de 1 a 5, a média ponderada desse fator foi 4,12. Entre os respondentes que colocaram o fator “Habilidade e histórico do time” em seu primeiro lugar de classificação, a média ponderada do fator específico sobe para 4,4. Sobre o fator da paixão por empreender, ele obteve média ponderada de 4,21 e 17 notas 5 (41%), sendo o segundo fator que mais recebeu notas 5 e o único que não recebeu nenhuma nota 1 e 2. O próximo fator também relacionado à paixão, mas agora focada no problema que os *founders* estão resolvendo, obteve média ponderada de 4,29 e 20 notas máximas em grau de importância, sendo o fator mais valorizado pelos *VCs* nas suas decisões de investimento. Entre os *VCs* que classificaram com notas 4 e 5 a abertura dos *founders* para receber *feedback*, as médias ponderadas dos dois fatores que envolvem paixão sobem para 4,3 e 4,4. Essa relação positiva também é vista em Warnick et al (2018). Quanto às experiências passadas dos *founders* no mercado de atuação da *startup*, nenhum dos respondentes entendeu como um fator irrelevante, e ficou em quarto lugar como fator que mais recebeu notas 5, além de também ter ficado em quarto lugar na média ponderada de todos os fatores. O fator a seguir foi a habilidade dos *founders* de levantar dinheiro, com média ponderada de 3,41, além de ser um fator que a distribuição das notas esteve mais presente nos graus intermediários de importância. O último fator a respeito do time foi a complementaridade dele na hora do investimento, com média ponderada 3,21. Apesar de ainda estar acima de um padrão de referência de média 3, foi o fator que menos importou quando comparado aos quatro primeiros sobre time.

Os 3 fatores seguintes apresentam resultados sobre o produto e a *startup* em si. O fator de *branding*, pontuado com média 2,63 teve seis notas 1 e apenas uma nota 5, ficando em antepenúltimo lugar das médias ponderadas. Esse ponto é especialmente interessante pois de acordo com Rus et al (2018), um dos fatores mais importantes relatados por *CEOs* e *Founders* de *startups* para o desenvolvimento do negócio é a construção da marca da empresa. Essa relação demonstra que pode haver uma dissonância entre o valor percebido por quem está investindo *versus* o valor percebido de quem está recebendo o investimento.

O fator relacionado à dificuldade do produto de ser copiado ficou em quinto lugar na classificação dos fatores específicos para o investimento,

atingindo uma média ponderada de 3,46. Quando olhamos o espectro de VCs que colocaram Originalidade/Diferenciação da *startup* em primeiro lugar na classificação dos fatores gerais, essa média sobe para 4.

A distância geográfica entre a sede da *startup* e o fundo foi o fator com a menor classificação, com um grande intervalo em relação aos outros fatores. Com 32 respondentes colocando esse fator como irrelevante para o investimento, sua média ficou em 1,31, sendo o único fator que não recebeu nota 5 por ninguém, ou seja, ninguém considerou como essencial para o investimento a proximidade física do investidor e investida.

Os últimos três fatores têm relação mais direta com o mercado. O primeiro deles, da empresa compradora, ficou com média 3,41, equiparando ao fator da habilidade dos *founders* de levantar dinheiro. Neste fator, ao mesmo tempo em que 10 pessoas (24,3%) deram nota máxima, o mesmo número de 10 pessoas deu nota 2 para o fator, ressaltando a baixa relevância dele.

A seguir, o fator da relevância de um cliente do mercado da *startup* recebeu média 3,19 e ficou na 9ª posição da classificação geral, sendo o segundo fator que mais recebeu a nota 3, uma importância intermediária para o investimento.

Por fim o fator de relação direta com o *ESG* recebeu média de 2,58, sendo que foi o fator com o maior número de notas 1 após o fator da distância geográfica. Também foi fator que recebeu o maior número de notas 2.

Tabela 2 - Classificação dos fatores específicos

<b>Fatores específicos para o investimento</b>	<b>Média ponderada</b>	<b>Classif icação</b>
A paixão dos <i>founders</i> pelo problema que estão resolvendo	4,29	1º
A paixão dos <i>founders</i> por empreender	4,21	2º
A abertura dos <i>founders</i> para receber <i>feedback</i>	4,12	3º
Experiências passadas dos <i>founders</i> no mercado de atuação da <i>startup</i>	4,02	4º
A dificuldade do produto de ser copiado	3,46	5º
A habilidade dos <i>founders</i> de levantar dinheiro	3,41	6º
A visão clara de uma empresa possível compradora da <i>startup</i>	3,41	7º
A equipe estar completa em termos de cargos e habilidades dos membros no momento do <i>funding</i>	3,21	8º
O fato da <i>startup</i> possuir alguma empresa de grande relevância do seu mercado de atuação como cliente	3,19	9º
O branding (posicionamento, valores e imagens relacionados à marca)	2,63	10º
A relação direta dos fatores <i>ESG</i> (Governança Ambiental, Social e Corporativa) com a <i>startup</i>	2,58	11º
A distância geográfica entre a sede da <i>startup</i> e o fundo	1,31	12º

Fonte: Autoria própria (2021)

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo buscou analisar os fatores decisórios de investidores de *startup*. Após explorar a literatura e aplicar uma pesquisa de campo, obtiveram-se resultados que ora corroboravam com os estudos, ora apresentavam espaços de dissonância no entendimento da percepção de valor de uma *startup*.

No geral, os VCs investem (em ordem prioridade) olhando para as habilidades do time, o tamanho do mercado, a originalidade da *startup*, o produto e por fim a capacidade do fundo de agregar valor. Esses resultados não apresentam divergência significativa quando analisados por categorias específicas de cargos dos respondentes. O mesmo padrão de respostas foi encontrado para pessoas que trabalham com cargos de menor e maior experiência no fundo de VC.

Ao correlacionar os fatores gerais com os específicos, foi possível obter análises como a de que os VCs que valorizam as habilidades do time da *startup* como fator mais importante para o investimento deram uma nota maior para o fator da abertura dos *founders* a receber feedback do que aqueles que não valorizam as habilidades time em primeiro lugar. A paixão dos *founders* pelo problema que estão resolvendo (fator com a maior média entre os específicos), é vista como um fator (ainda que pouco) mais importante para o investimento do que a paixão por empreender. Isso mostra que empreendedores mais conectados com resolver a dor do cliente tendem a ter vantagem sobre outros na hora de captar recursos.

A paixão dos *founders* por empreender é o único fator que é visto no mínimo com uma média importância pelos investidores, todos os outros fatores foram vistos pelo menos por uma pessoa com uma importância pequena ou como irrelevantes.

Os quatro fatores com a maior média ponderada apresentam um salto significativo para o quinto lugar. Não surpreendente, esses quatro fatores estão diretamente ligados ao fator geral “Habilidade e histórico do time”, o qual foi elencado com maior importância. Podemos tirar de conclusão que os VCs do *early-stage* no Brasil levam bem a sério a priorização por aspectos de pessoas na hora de decidir investir em uma startup, muitas vezes preferindo escolher estes aspectos do que aspectos de produto, *branding*, diferenciação, visão de saída da empresa e até mesmo o tamanho do mercado da startup. Isso explica também o fato desse processo ser complexo e artesanal, uma vez que encontrar as melhores oportunidades dada a priorização desses fatores não é uma ciência exata.

Considera-se que os objetivos gerais e específicos do trabalho foram alcançados, e além disso, abriram-se novas oportunidades para estudos futuros. Através dos dados coletados e tratados, pode-se chegar a conclusões para a questão principal de todo o trabalho: análise dos fatores decisórios de investidores de startup. Esse objetivo foi atingido por meio da percepção real e quantitativa dos investidores que são os atores principais do processo. Também, como grau comparativo, foram correlacionados os dados do estudo atual com outros estudos de referência internacional do mesmo tema.

Como um aprofundamento nos dados, além da análise principal dos fatores, análises adicionais de fatores mais únicos também foram elaboradas na intenção de aprofundar nos objetivos mais específicos do trabalho. Assim, foi explorada a relevância de fatores específicos na tomada de decisão de investidores de startup e, desta forma, também se classificam os objetivos específicos como atingidos.

O estudo dos fatores de decisão dos investidores é importante pois mostra o que é de fato valorizado pelas empresas que estão usando tecnologia para construir avanços na atualidade. Uma vez que tanto os investidores quanto os empreendedores estiverem alinhados com esses fatores, a geração de valor dentro deste segmento será cada vez maior. O atingimento dos objetivos deste trabalho significa então que mais investidores e empreendedores possam entender o modo de pensar um do outro para assim, difundir melhores trocas de conhecimento entre as partes.

Para estudos futuros, existe um grande espaço para explorar pesquisas similares em outros estágios de investimento e com a adição de novos fatores específicos para classificação da importância. É visto como positivo para o ecossistema o estudo e compartilhamento de informações que, muitas vezes, são usadas diariamente, mas apenas dentro da realidade de um único fundo. Por fim, também aconselha-se entender a evolução desse processo de decisão por investidores brasileiros ao longo do tempo, fazendo uma comparação entre estudos mais antigos e estudos atuais.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

**Abstartups (Associação Brasileira de Startups).** Disponível em: <<https://abstartups.com.br>>.

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

BYGRAVE, W. D.; ZACHARAKIS, A. **The Portable MBA in Entrepreneurship**. [S.l.]: John Wiley & Sons, 2009. ISBN 0470481315.

CICCONI, E. **Proposta de um modelo de tomada de decisão de investimento por parte dos fundos de Venture Capital em empresas start-ups de biotecnologia no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2014.

COLLEWAERT, V; MANIGART, S. **Valuation of Angel-Backed companies: The role of investor human capital**. *Journal of Small Business Management*, v. 54, n. 1, p. 356-372, 2016.

COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2006.

COSTA, A. **Análise de fatores críticos na tomada de decisão de gestores de Venture Capital quanto a investimentos no mercado brasileiro**. 2020.

CSILLAG, J. **Análise do Valor: metodologia do valor**. 3.ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1991.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DE CLERCQ, D.; FRIED, V; LEHTONEN, O; SAPIENZA, H. **“An Entrepreneur’s Guide to The Venture Capital Galaxy,”** *Academy of Management Perspectives August*, 90–112, 2006.

DE OLIVEIRA, F; ZOTES, L. **Valuation methodologies for business startups: a bibliographical study and survey**. *Brazilian Journal of Operations & Production Management*, v. 15, n. 1, p. 96-111, ABEPRO, 2018.

DHOCHAK, M; DOLIYA, P. **Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches**. *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, v. 27, n. 1-2, p. 39-49, 2019.

DIEHL, T. M. **Principais métodos de avaliação de empresas: vantagens e desvantagens**, 2010.

DITTMANN, I.; MAUG, E.; KEMPER, J. **How fundamental are fundamental values? Valuation methods and their impact on the performance of German Venture Capitalists**. *European Financial Management*, 10, 609–638, 2004.

DOMINGUEZ, Sigfried Vasques. **O valor percebido como elemento estratégico para obter a lealdade dos clientes**. Caderno de pesquisas em administração, v. 7, n. 4, p. 53-64, 2000.

FERNANDEZ, P. **Company Valuation Methods**, 2001. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>>. Acesso em: 22/04/2013.

**Global Entrepreneurship Monitor. Global Report 2018/2019**.

GOMPERS, P; LERNER, J. **What drives Venture Capital fundraising?** *National bureau of economic research*, 1999.

GROONRÖÖS, C. **Services Management and Marketing – a customer relationship management approach**. 2. ed. England: Wiley, 2000. p. 394.

HASS, K. **O processo de valuation do investidor anjo brasileiro: uma compreensão preliminar**. 2016.

HILL, B; POWER, D. **Attracting Capital From Angels: How Their Money-and Their Experience-Can Help You Build a Successful Company**, 2002.

LIMA, A. **Determinantes de valor do ativo intangível nas empresas produtoras de tecnologia da informação e comunicação do Porto Digital**, 2008.

LORENZI, I. C. **Comparação dos métodos de avaliação de empresas-valuation**, 2018.

MACMILLAN, I; ZEMANN, L; SUBBANARASIMHA, P. **Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process**. *Journal of business venturing*, v. 2, n. 2, p. 123-137, 1987.

MACMILLAN, I; SIEGEL, R; NARASIMHA, P. **Criteria used by Venture Capitalists to evaluate new venture proposals**. *Journal of Business venturing*, v. 1, n. 1, p. 119-128, 1985.

MAITÊ, L. **Panorama do ecossistema de startups no Brasil — rumo à diversidade racial**. Bain & Company, 2021. Disponível em: <<https://www.bain.com/contentassets/2bff0371e2f04ee1bbf1a22d74721c2c/bain>>

[blackrocks\\_panorama-do-ecossistema-de-startups-no-brasil.pdf](#)>. Acesso em: 28/03/2021.

MEIRELLES, J; PIMENTA JÚNIOR, T; REBELATTO, D. **Venture Capital e Private Equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica.** Gestão e Produção. São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan.-abr. 2008.

MOORMAN, C.; DESHPANDE, R.; ZALTMAN, G. **Factors affecting trust in market research relationships.** *Journal of Marketing, Chicago*, Iss. 1, v.57, p. 81-101, jan. 1993.

NELSON, R; WINTER, S. **An evolutionary theory of economic change.** Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas.** São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 2014.

PEREIRO, L. **The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina.** *Journal of Multinational Financial Management*, v. 16, n. 2, p. 160-183, 2006.

RAM. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(1), 89-113.

RIES, E. **A Startup Enxuta.** Rio de Janeiro: Sextante, 2019.

RODRIGUES, P. et al. **Avaliação de empresas start-up por Opções Reais: o caso do setor de biotecnologia.** *Gestão & Produção*, v. 20, n. 3, p. 511-523, 2013.

RUS, M; KONECNIK RUZZIER, M; RUZZIER, M. **Startup branding: Empirical evidence among Slovenian startups.** *Managing Global Transitions*, v. 16, n. 1, p. 79-94, 2018.

SANTOS, J. O. **Avaliação de empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático.** São Paulo: Saraiva, 2005.

SAURIN, V.; LOPES, A.; COSTA JUNIOR, N. (2009). **Comparação dos modelos de avaliação de empresas com base no fluxo de caixa descontado e no lucro residual: estudo de caso de uma empresa de energia elétrica.**

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

SILVA, E. L. D.; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**, 4. ed. p. 138, Florianópolis: UFSC, 2005.

SILVA, A. ***Venture Capital à brasileira: adaptações e limitações ao financiamento de startups.*** Campinas, SP, 2019.

SIRDESHMUKH, D; SINGH, J.; SABOL, B. ***Consumer Trust, Value, and Loyalty in Relational Exchanges.*** *Journal of Marketing, Chicago, Iss. 1, v. 66,* p. 15-37, jan. 2002.

SISKOS, J; ZOPOUNIDIS, C. ***The evaluation criteria of the Venture Capital investment activity: An interactive assessment.*** *European Journal of Operational Research, v. 31, n. 3, p. 304-313, 1987.*

WARNICK, B; MURNIEKS, C; MCMULLEN, J; BROOKS, WADE. ***Passion for entrepreneurship or passion for the product? A conjoint analysis of angel and VC decision-making.*** *Journal of Business Venturing, v. 33, n. 3, p. 315-332, 2018.*

ZACHARAKIS, A.; MEYER, G. ***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.*

ZEITHAML, V. ***Consumer perceptions of price, quality, and value: a means-end model and synthesis of evidence.*** *Journal of marketing, v. 52, n. 3, p. 2-22, 1988.*

ZIDER, B. ***How Venture Capital works.*** *Harvard business review, v. 76, n. 6, p. 131-139, 1998.*

## APÊNDICE A – FORMULÁRIO PARA INVESTIDORES

### Como os VCs tomam decisões de investimento? [PESQUISA ANÔNIMA]

Obrigado por contribuir nessa pesquisa acadêmica do trabalho de conclusão de curso da Universidade de Brasília (UnB).

O presente estudo busca entender os fatores mais importantes na tomada de decisão de um Venture Capitalist brasileiro. Sua resposta irá nos ajudar compreender de forma mais completa o cenário desse tipo de investimento hoje em dia.

Respostas em tempo real no final do formulário. Quer apenas ver as respostas?

<http://bit.ly/RespostasPesquisaVC>

Tempo de preenchimento: 2 minutos.

Obrigado!

Nicholas Hosken - Graduando

Annibal Affonso - Pós Doutorado em Industrial Engineering and Management (IEM), Portugal

\*Obrigatório

Faço parte de um(a): \*

- Venture Capital
- Corporate Venture
- Aceleradora
- Private Equity
- Venture Builder
- Outro: \_\_\_\_\_

Atuo na função de: \*

- Intern
- Analista
- Associate
- Principal
- Partner
- Outro: \_\_\_\_\_

Em qual/ quais estágio(s) de investimento o fundo atua? Selecionar o(s) que se aplicam \*

- Investimento Anjo
- Seed
- Series A
- Series B
- Series C
- Series D+

Em relação à indústria, o fundo é: \*

- Generalista
- Especialista

Quais são os fatores mais importantes na hora de decidir fazer um investimento em uma startup? Classificar do mais importante para o menos importante \*

	1º Lugar	2º Lugar	3º Lugar	4º Lugar	5º Lugar
Tamanho do mercado	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Habilidade e histórico do time	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Originalidade/Diferenciação da startup	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produto	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Capacidade do fundo de agregar valor	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

## Fatores mais específicos na decisão do investimento

Classifique os fatores abaixo de 1 a 5 de acordo com o seu grau de importância, sendo:

1 - Irrelevante para favorecer a aprovação da decisão de investimento

5 - Essencial para favorecer a aprovação da decisão de investimento

A abertura dos founders para receber feedback é um fator importante para o investimento? \*

1   2   3   4   5

Irrelevante para o investimento                  Essencial para o investimento

A paixão dos founders por empreender é um fator importante para o investimento? \*

1   2   3   4   5

Irrelevante para o investimento                  Essencial para o investimento

A paixão dos founders pelo problema que estão resolvendo é um fator importante para o investimento? \*

1   2   3   4   5

Irrelevante para o investimento                  Essencial para o investimento



Experiências passadas dos founders no mercado de atuação da startup são fatores importantes para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

A habilidade dos founders de levantar dinheiro é um fator importante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

A equipe estar completa em termos de cargos e habilidades dos membros no momento do funding é um fator importante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

O branding (posicionamento, valores e imagens relacionados à marca) é um fator importante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

A dificuldade do produto de ser copiado é um fator importante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

A distância geográfica entre a sede da startup e o fundo é um fator importante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

A visão clara de uma empresa possível compradora da startup é um fator importante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

O fato da startup possuir alguma empresa de grande relevância do seu mercado de atuação como cliente é um fator relevante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

A relação direta dos fatores ESG (Governança Ambiental, Social e Corporativa) com a startup é um fator importante para o investimento? \*

1 2 3 4 5

Irrelevante para o investimento      Essencial para o investimento

Voltar

Enviar

Página 2 de 2