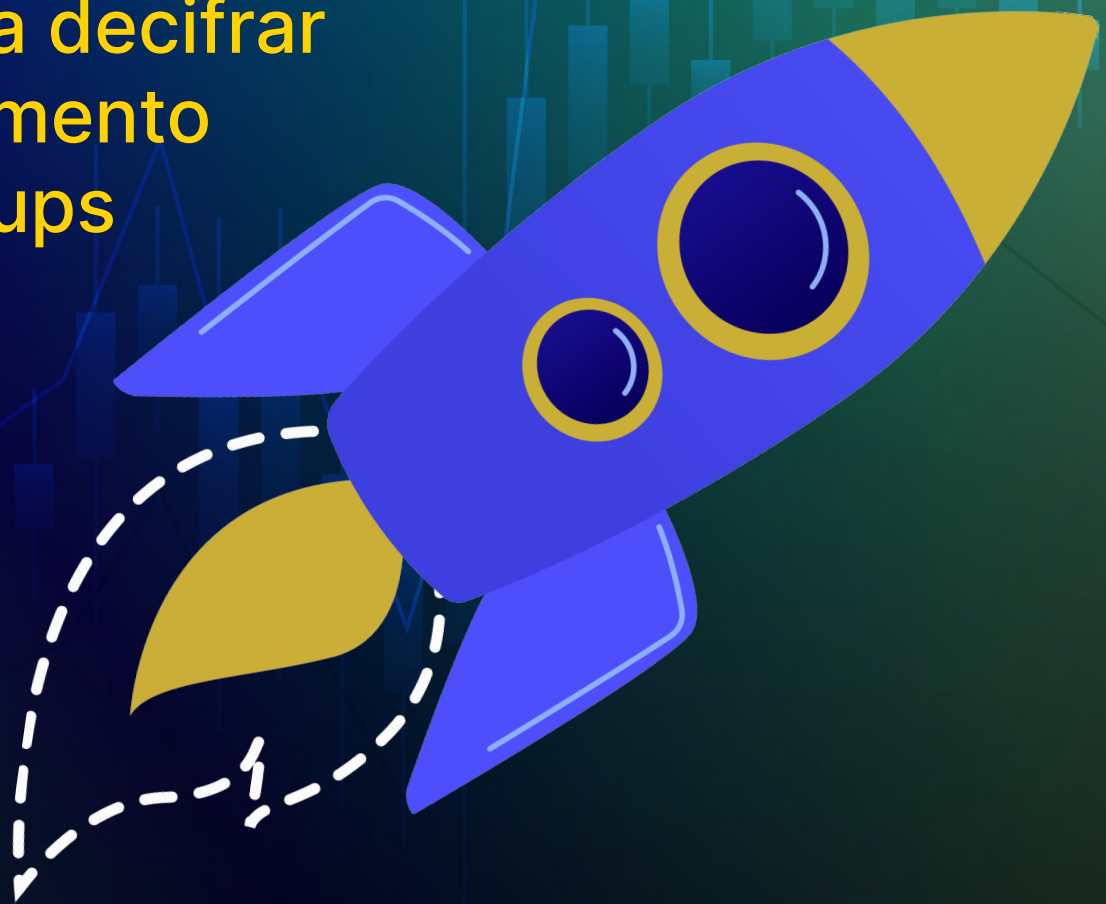




DO ZERO AO TOPO

# VENTURE CAPITAL

Guia para decifrar  
o investimento  
em startups



InfoMoney



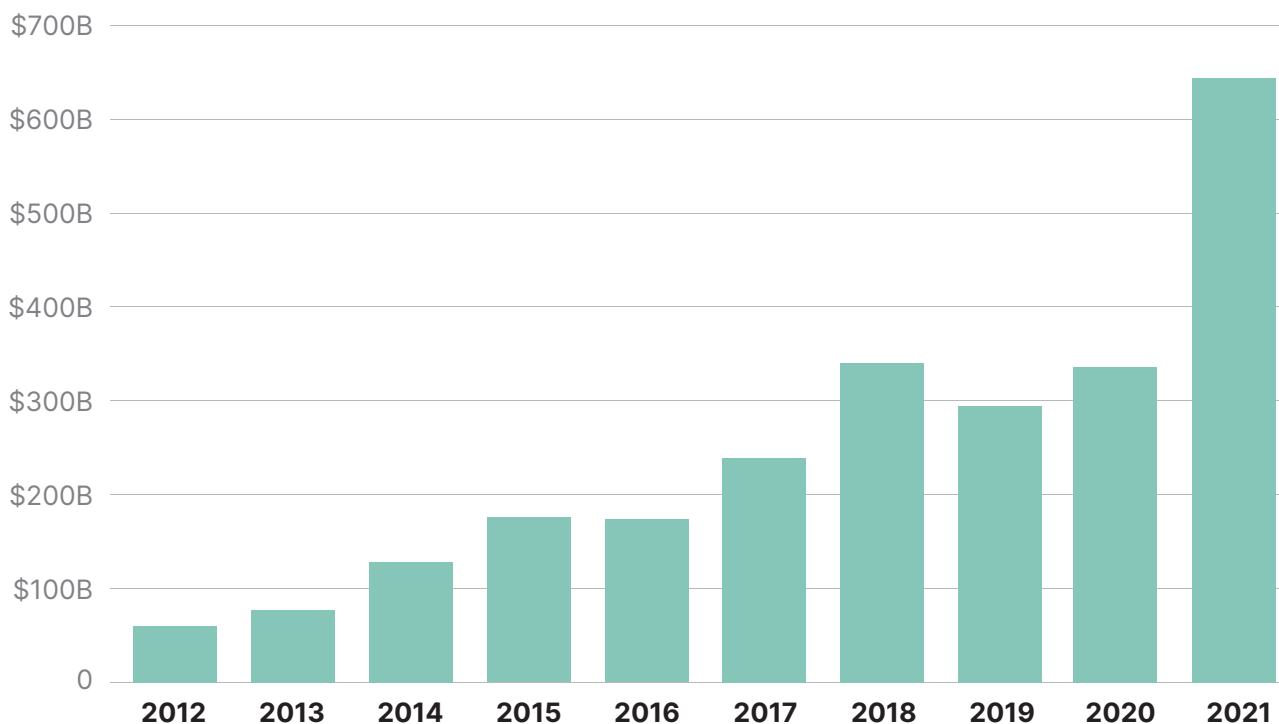


# Bilhões para startups

Nunca houve tanto dinheiro para negócios escaláveis, inovadores e tecnológicos. Os investimentos em startups feitos ao longo de 2021 representaram dez vezes mais do que os feitos uma década atrás, em 2012.

Mesmo a comparação com o ano imediatamente anterior mostra uma grande aceleração: a indústria movimentou US\$ 643 bilhões em 2021, comparado com US\$ 335 bilhões em 2020. Foi um salto de 92% (quase duas vezes). Os dados globais são da plataforma de dados Crunchbase.

## Volume global de investimentos em startups de 2012 a 2021, em dólares



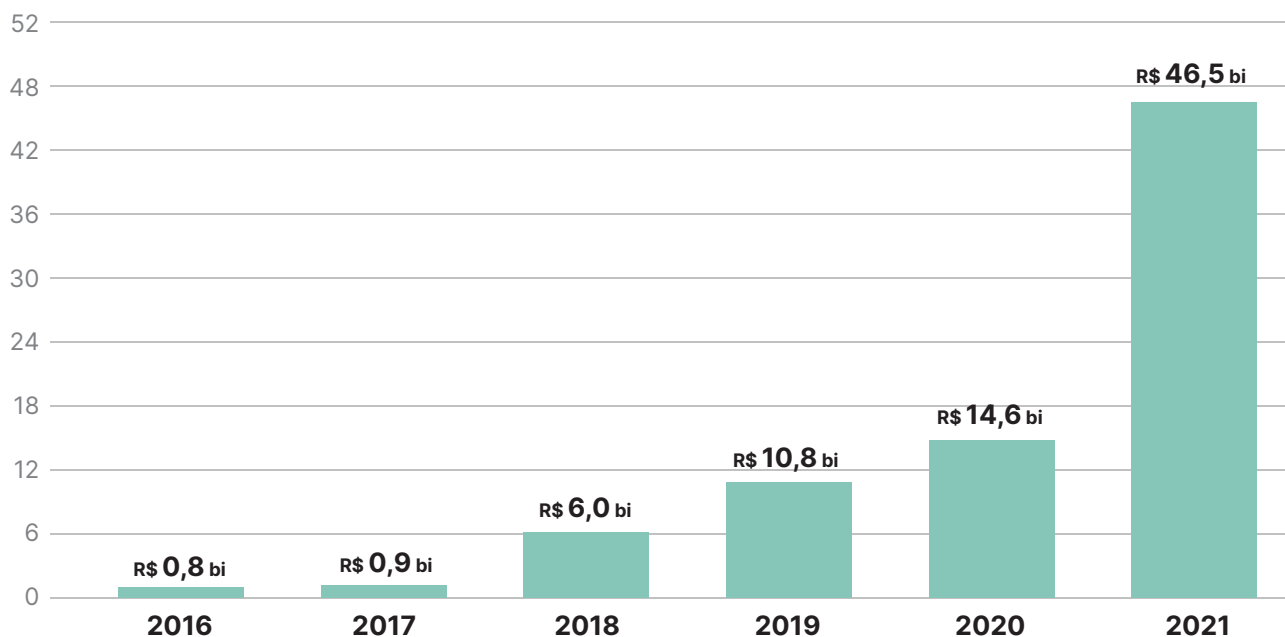
Fonte: Crunchbase

A indústria de investimentos em startups no Brasil começou a ganhar ritmo de crescimento especialmente a partir de 2018 – e, acompanhando a tendência mundial, também deu um grande

salto em 2021. O valor colocado nos negócios escaláveis e inovadores saltou de R\$ 14,6 bilhões para R\$ 46,5 bilhões entre 2020 e 2021, segundo levantamento da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) e da consultoria KPMG. O crescimento foi de 218% (mais do que o triplo). Portanto, a taxa de crescimento da indústria no país foi superior à média mundial.

## Investimentos venture capital por ano no Brasil\*

\*Considera apenas rodadas de investimentos com valor divulgado



Fonte: ABVCAP e KPMG

Neste ebook do **Do Zero ao Topo**, a marca de empreendedorismo do **InfoMoney**, você vai descobrir tudo o que precisa sobre o mercado de investimento em startups. Vamos começar falando sobre o que é o capital de risco e revelar como atuam as gestoras de ativos nessa classe de investimentos. Depois, vamos ver quais startups procuram aportes dessas gestoras, e como essas gestoras definem sua tese de investimentos e escolhem em quais dessas startups injetar capital. Por fim, refletiremos sobre os pontos mais importantes do contrato de investimento, incluindo a avaliação de mercado da startup, e sobre como as gestoras administram seu portfólio depois de os investimentos serem fechados.

**Boa leitura! – Equipe do Do Zero ao Topo**



## O que é venture capital?

As administradoras de fundos que focam especificamente em empresas ainda não maduras, mas com alto potencial de crescimento, são chamadas de gestoras de capital de risco – ou gestoras de venture capital, usando o termo original em inglês. Essas empresas ainda não maduras, mas com alto potencial de crescimento, geralmente se encaixam na categoria de startups.

Os investidores de venture capital colocam dinheiro nesses empreendimentos em troca de uma participação minoritária. Além desse capital, também criam valor agregado por meio de conhecimento e de experiência de mercado (*smart money*). Os membros da gestora ajudam cada negócio a enfrentar desafios corporativos, a acessar grandes empresas e a receber oportunidades de novos investimentos. São formas de aumentar as chances de o negócio manter o crescimento acelerado e, eventualmente, tornar-se maduro e bem-sucedido.

As gestoras podem olhar para startups em quatro estágios de crescimento: ideação, operação, tração e escala. As startups que recebem investimentos das gestoras de capital de risco entram na chamada “esteira do venture capital”, fazendo rodadas de captação a cada 18 a 24 meses para avançar ao longo desses quatro estágios. Cada rodada tem um nome específico. Da mais inicial até a mais avançada: pré-seed; seed; série A, B, C, D... Até o tão sonhado evento de liquidez. Ele pode ser uma oferta pública inicial de ações (IPO), uma venda para outra empresa (M&A) ou até mesmo a venda de parte ou da totalidade da empresa para um fundo de *private equity*, por exemplo.



É nesse evento de liquidez, também chamado de saída (*exit*), que as gestoras finalmente atingem seu objetivo: vender sua participação por um valor bem maior do que o inicial. A diferença percentual entre a avaliação final e a avaliação inicial dessa participação é chamada de múltiplo do investimento (MOI). Uma participação que começou valendo R\$ 100 mil e foi vendida por R\$ 500 mil, por exemplo, teve um MOI de 5x. Quanto mais iniciante for a startup, maior o risco para os gestores – mas maior o potencial de multiplicar o retorno sobre o investimento, já que negócios pequenos têm mais chance de darem grandes saltos percentuais em seu crescimento.

# DA IDEIA AO IPO

## OS ESTÁGIOS DE CRESCIMENTO DE UMA STARTUP



Fonte: Redpoint eventures

Algumas startups buscam financiamento externo para acelerar um crescimento que só seria visto em anos. Elas entram na “esteira do venture capital”, captando rodadas a cada 18 a 24 meses.

### PRIMEIRO ESTÁGIO

## IDEAÇÃO

#### ★ Desafio

A startup está criando seu produto mínimo viável (MVP). Ela busca o encaixe entre o problema e a solução em desenvolvimento (problem-solution fit).

#### 👤 Equipe

3 a 20 membros

#### 💰 Invest. médio

US\$ 1 milhão

#### ⚙️ Rodadas

##### FFF (Family, friends and fools)

A startup geralmente começa com recursos dos próprios fundadores, de parentes ou de ex-colegas de trabalho/mentores.

##### Capital semente

O capital semente é geralmente o primeiro cheque institucional que a startup recebe. É assinado por investidores anjos, aceleradoras ou fundos especializados. Pode ser dividido em dois tipos:

##### Pré-seed

Aporte feito em startups em estágio bem inicial, com uma apresentação de ideia ou de um produto mínimo viável

##### Seed

Aporte feito em startups que já começaram a validação desse produto, com os primeiros clientes pagantes



SEGUNDO ESTÁGIO

# 2

## OPERAÇÃO

★ **Desafio**

A startup procura clientes. O objetivo é encontrar o encaixe entre a solução e o mercado consumidor (product-market fit) e formatar a empresa ao redor do seu produto ou serviço.

**Equipe**

20 a 60 membros

**Invest. médio**

US\$ 2 milhões a US\$ 5 milhões

**Rodadas**

**Série A**

A rodada permite que a startup de fato vire um negócio, fechando mais contratos com clientes pagantes e encontrando o melhor modelo de monetização. O negócio começa a se estruturar melhor – antes, os fundadores e poucos funcionários faziam de tudo.



Um ponto de atenção é que os empreendedores precisam terminar a série A mantendo participação majoritária na empresa. Caso contrário, perdem interesse em fazer o negócio crescer.

TERCEIRO ESTÁGIO

# 3

## TRAÇÃO E ESCALA

★ **Desafio**

A operação da startup é aprofundada. É preciso captar mais clientes, mantendo o ritmo de crescimento das receitas em velocidade superior ao de crescimento dos custos.

O desafio é explorar os melhores canais de aquisição de clientes (channel-product fit) e explorar estratégias específicas, como aquisições e internacionalização.

**Equipe**

250 membros ou mais

**Invest. médio**

US\$ 7 milhões a US\$ 15 milhões na série B; variável em diante

**Rodadas**

**Série B**

Geralmente, os fundos de venture capital que participaram na série A novamente apostam na startup. Eles podem se unir a fundos de growth equity, geralmente internacionais.

**Série C, D, E, F...**

Quando o crescimento finalmente desacelera, há uma diminuição abrupta de risco.

Entram os fundos de private equity. São rodadas precursoras de uma possível abertura de capital na Bolsa (IPO) ou de uma venda da empresa.





Conseguir um bom múltiplo de investimento na média, superando aplicações de renda fixa e ações de empresas públicas, é um dos objetivos ao investir na classe de ativos de venture capital. Uma empresa listada em uma bolsa de valores já atingiu um grande tamanho, então seu múltiplo de crescimento é mais limitado. As startups têm um maior potencial de valorização percentual, ou *upside*.

Mesmo assim, investidores ouvidos pelo **Do Zero ao Topo** mostram que é preciso ter mais motivos do que o múltiplo de retorno para investir tanto capital em ativos tão arriscados. Cassio Spina, fundador da Anjos do Brasil, organização de investimento anjo em startups, resumiu esses motivos:

“ Existem justificativas no pessoal, no profissional e no financeiro. A aplicação volta também como prazer por contribuir com o empreendedorismo, como aprendizado e como conexão a um futuro que está começando agora. A pandemia [do novo coronavírus] mostrou que a tecnologia chegou rápido, e veio para ficar”

Cassio Spina, fundador da Anjos do Brasil



[Bedy Yang, sócia da aceleradora americana 500 Global, ressaltou em uma entrevista para o podcast do \*\*Do Zero ao Topo\*\*](#) a motivação de contribuir com o empreendedorismo no nível individual. “Poder investir em milhares de empreendedores é uma das formas mais aceleradas de dizer ‘eu acredito em você’. Eu posso montar quantas introduções ou fazer quantas mentorias eu quiser ou puder. Mas pensa se, além disso, eu puder escrever um cheque de 50 mil, 100 mil, 200 mil dólares naquele momento, para o empreendedor executar sua visão. O capital tem o poder de catalisar a minha visão de mundo”, afirmou a investidora. A 500 Global já colocou dinheiro em mais de 2.000 startups.



Assista no Youtube



Ouça no Spotify

Já João Kepler, cofundador da Bossanova Investimentos, ressaltou as implicações macroeconômicas. “Meu propósito de vida é ajudar as pessoas e o desenvolvimento econômico do mercado brasileiro. Por isso pegamos 5 milhões de reais e damos para sete empresas, não apenas uma empresa. Estamos gerando mais CNPJs, mais trabalho, mais renda e mais sonhos”, disse Kepler. O fundo de capital pré-seed e seed investiu em mais de 1.000 startups.

# Como uma gestora de venture capital funciona?

Existe uma assimetria de informações entre fundos e empreendedores, [segundo um guia criado pela organização de fomento ao empreendedorismo Endeavor](#). Muitos fundadores de startups não sabem como acessar fundos e quais critérios vão determinar a assinatura ou não do cheque. Os empreendedores que participam da esteira do venture capital recebem alguns poucos investimentos. Já os investidores de venture capital têm experiência na arte de escolher empresas e na matemática de calcular retornos porque passam pelo mesmo processo dezenas ou até centenas de vezes.

“ Enquanto os fundos fazem centenas de deals [negociações de aporte] ao longo da sua existência, os empreendedores e empreendedoras fazem em torno de quatro. O primeiro deal é decisivo para determinar o formato dos demais”

Allen Taylor, diretor geral do fundo Endeavor Catalyst

Os empreendedores devem se esforçar para entender como um fundo de capital de risco funciona, para conseguirem melhores termos já na primeira rodada de investimentos.

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....



Primeiro, os gestores do fundo (também chamados de general partners, ou GPs) levantam dinheiro com um grupo de investidores (também chamados de limited partners, ou LPs). Esses investidores podem ser fundos de pensão, seguradoras, bancos comerciais e de investimento, bancos públicos de desenvolvimento, fundos soberanos, fundos de fundos, family offices, universidades, fundações, corporações e até pessoas físicas. São grupos que gostariam de aplicar em startups, mas preferem contar com seleção e gestão de portfólio terceirizadas para as gestoras de venture capital.

Os fundos geralmente se estruturam como fundos de investimento em participações, ou FIPs. Os FIPs funcionam como condomínios fechados: as cotas só são resgatadas quando a duração do fundo terminar ou quando a liquidação for decidida em assembleia de cotistas. Os fundos de investimento em participações são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O dinheiro captado é usado pela gestora para investir em diversas startups e construir um portfólio – desde que elas tenham a tese defendida pelo fundo no momento da captação ([veja mais em “Como cada investidor de startups define sua tese?”](#)). Outra parte dos recursos captados é reservada para follow-on, ou seja, participar de rodadas de investimento futuras de algumas das startups no portfólio. Assim, o fundo aumenta sua participação nos negócios que estão apresentando uma boa performance.



As gestoras reconhecem que só algumas das apostas darão certo. Segundo o guia da Endeavor, a projeção feita pelos gestores dos fundos é que um terço das empresas do portfólio não vão gerar nenhum retorno financeiro. Portanto, as startups bem-sucedidas precisam ter um múltiplo de retorno que supere os aportes que andarem de lado ou que não derem certo. Essas startups serão as que terão um evento de liquidez relevante após alguns anos, remunerando tanto as gestoras quanto os investidores em seus fundos de capital de risco.

“ No mercado americano, a média de retorno dos fundos de venture capital é de três vezes o capital investido até eles serem encerrados. Fundos acima da mediana retornam seis vezes. Os fundos brasileiros costumam ser montados tendo essa proposta. Estamos de olho em um retorno de seis a dez vezes”

[disse Marcelo Sato, sócio do fundo de venture capital Astella, em uma entrevista ao Do Zero ao Topo.](#)



Leva tempo até isso acontecer. De acordo com o guia da Endeavor, é padrão que fundos de investimento tenham ciclo de vida de até 10 anos, com a possibilidade de extensão por até 3 anos. São quatro fases: levantar capital (até um ano), investimento (até cinco anos), follow-on (até cinco anos) e extensão opcional das atividades (até três anos). A extensão serve para realizar mais follow-ons ou aguardar mais saídas.

As gestoras são remuneradas nesse período todo de duas formas: uma taxa de administração, que costuma ir de 2% a 3% ao ano sobre o capital levantado pelo fundo; e taxas de performance (carry) relacionadas ao sucesso na saída das startups investidas. Essa taxa tem como padrão de mercado 20% dos rendimentos sobre o capital aportado.

Até o final do ciclo de vida do fundo, as gestoras precisam vender as participações nas startups – mesmo que elas não decidam se vender ou fazer um IPO. Existem saídas quando o negócio não performa como esperado e não encontra outros interessados, como buy back (gestores do fundo vendem sua participação para os próprios empreendedores do negócio) e write off (gestores do fundo saem do negócio com um retorno mínimo ou sem retorno sobre o capital aportado).



## Como cada investidor de startups define sua tese?

A tese de investimentos descreve os critérios de uma gestora para realizar alguma aplicação financeira. No caso deste ebook, estamos falando dos requisitos para uma gestora de venture capital colocar dinheiro em uma startup. A tese é a estratégia de mercado da gestora, permitindo que ela filtre quais são as melhores ideias para cumprir seus objetivos. Um fundo de venture capital entrega não apenas o retorno esperado sobre o capital investido, mas também outros propósitos definidos pela própria gestora. Por exemplo, fomentar startups em algum estágio de crescimento, de algum setor ou de alguma geografia.

### Veja alguns dos critérios que podem aparecer na tese de investimento:

#### SETOR

Os sócios de uma gestora podem acumular conhecimentos e experiências em setores específicos da economia, e assim criar uma tese que converse com esse histórico. Existem fundos focados em startups de agricultura, de biotecnologia, de educação e de serviços financeiros, por exemplo. Outras gestoras preferem investir em diversos setores, focando em outros critérios para delimitar sua tese (como o já mencionado estágio de investimento). As gestoras podem ainda definir se preferem investir em startups que atendam outras empresas (modelo business to business, B2B) ou em startups que atendam consumidores finais (modelo business to consumer, ou B2C).





## GEOGRAFIA

Algumas gestoras preferem investir apenas em startups brasileiras, por exemplo. Outras fazem investimentos mais amplos, como em startups de toda a América Latina. Por fim, existem gestoras que investem globalmente, cobrindo países como Brasil, Estados Unidos e China, por exemplo.

## ESTÁGIO

Em qual momento da vida de uma startup a gestora busca colocar seus recursos. Como vimos em **“O que é venture capital?”**, as startups passam pelos estágios de ideação, operação, tração e escala. Uma divisão comum das gestoras é investir em startups em estágio inicial (early stage, equivalente a ideação e operação) e estágio avançado (late stage, equivalente a tração e escala). A gestora também pode definir que investe apenas em rodadas pré-seed, seed, série A, série B e assim por diante.

## TÍQUETE MÉDIO

O estágio geralmente ajuda a definir o tíquete médio, ou seja, qual o valor dos cheques que a gestora costuma assinar para cada startup investida. Quanto menor a startup, menor tende a ser o tíquete médio.







## TAMANHO DO FUNDO E DO RITMO DE INVESTIMENTO

Faz parte também da tese de investimentos de uma gestora definir quanto dinheiro seu fundo terá e em quantas startups por fundo, ou por ano, ela vai investir.



## RESERVA PARA FOLLOW-ON

A gestora também pode colocar em sua tese se costuma dobrar a aposta em startups do portfólio com bom desempenho. Essas rodadas adicionais devem estar previstas no tamanho do fundo. Algumas gestoras separam metade dos recursos captados para rodadas de follow-on, por exemplo.



## GOVERNANÇA

Um ponto importante da tese é sobre a interferência na gestão das startups investidas. Existem gestoras que gostam de ocupar assentos em conselhos corporativos e participar ativamente sobre discussões do negócio. Outras fazem um acompanhamento mais espaçado com os fundadores das startups. Nesse ponto da tese, a gestora também pode definir quanto de participação costuma pedir das startups em troca de seus investimentos.





## COINVESTIMENTOS

Boa parte das gestoras aprecia fazer rodadas de investimento junto de outras gestoras, como forma de compartilhar os riscos e ampliar os conhecimentos e experiências fornecidos aos fundadores das startups. Mesmo assim, existem gestoras que preferem sempre liderar as rodadas (aportar a maior quantidade de capital) ou sempre ser apenas uma participante (entrando com uma quantidade menor de capital).



## RETORNOS ESPERADOS

Por fim, a gestora também pode colocar uma projeção de retornos esperados com cada um de seus fundos.

A tese serve não apenas para atrair investidores, mas também fundadores de startups. O criador de uma empresa de biotecnologia pode ficar mais interessado em uma gestora se perceber que seus sócios têm conhecimentos e experiências com empresas do mesmo ramo, por exemplo.

“

O empreendedor tem que entender que está entrevistando o investidor. Precisa pesquisar mais sobre a tese dele, e fazer perguntas para outros empreendedores do portfólio”

[sugeriu Brian Requarth, cofundador do portal imobiliário VivaReal e fundador do movimento pelo empreendedorismo Latitud, em entrevista ao Do Zero ao Topo.](#)



Ouçá no Spotify



## Como os investidores identificam uma startup com potencial?

Porém, não basta a startup se encaixar na tese da gestora: os fundadores e o negócio em si devem ser atrativos. Os investidores começam a entender como o empreendedor pensa e qual a oportunidade de negócio com o pitch, que é uma apresentação curta sobre a startup. Nesse momento, “o empreendedor e empreendedora devem ter a capacidade de articular o que querem criar”, escreveu a Endeavor em seu guia.

O que os investidores querem ouvir no pitch? As gestoras costumam levar em consideração um grande tamanho de mercado a ser endereçado, mas com uma clara oportunidade de diferenciação frente a concorrência; a qualidade do produto criado pela startup; e a qualidade dos seus fundadores.

“ Para simplificar, a gente olha para três coisas: equipe, produto e mercado. A gente sempre se pergunta: ‘é essa equipe que vai achar o produto que vai encaixar nesse grande mercado?’”

[disse Bedy, da 500 Global.](#)

Veremos cada ponto em mais detalhes:

## Tamanho de mercado, diferenciação e produto:

O [plano de negócios \(business plan\)](#) é um documento que detalha a estratégia de um empreendimento futuro ou em operação. Esse documento descreve o conceito do negócio, com seus objetivos e diferenciais de mercado. Também coloca um planejamento para atividades como identificação dos potenciais consumidores, inserção no mercado, administração da operação e cálculo das finanças. Por fim, estima a viabilidade da empresa em cenários pessimistas e otimistas. Em resumo, o plano de negócios é uma ponte entre as ideias dos empreendedores e as rotinas dos empresários. Para os investidores de venture capital, o plano mostra qual a lógica por trás da criação de um empreendimento e da sua entrega e captura de valor.



Um plano de negócios completo deve começar com um sumário executivo, ainda que esse campo seja o último a ser escrito pelo empreendedor, segundo o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae). O sumário executivo deve conter um resumo dos principais pontos do plano de negócio: os dados dos empreendedores e do empreendimento, experiência profissional e atribuições de cada fundador, missão da empresa, setor de atividade, forma jurídica, enquadramento tributário, capital social e fontes de recursos são algumas dessas informações.

Depois do sumário, começam as descrições detalhadas. O plano de negócios contém oito seções: descrição do negócio; análise de mercado; plano de marketing; plano operacional; plano financeiro; construção de cenários; avaliação estratégica; e avaliação do plano de negócios. Mesmo assim, o investidor Brian Requarth ressaltou que negócios em estágio inicial não precisam ter seus planos de negócios escritos em pedra.

“Se o investidor em estágio inicial exige que o dinheiro esteja amarrado a uma métrica pontual, não deveria investir nesse estágio. O empreendedor pode construir uma nova tese ao aprender com seus clientes, e então as métricas mudam. É preciso ter flexibilidade dos dois lados”, disse o cofundador da Latitud. Bedy concorda com Requarth:

“ Quando você faz um investimento anjo, dificilmente todas as respostas estão ali. Se estivessem assim de forma tão óbvia, não seria um capital de risco. A gente investe na incerteza, num futuro que ainda não vimos”

[Bedy Yang, sócia da 500 Global](#)

Porém, isso não exige o empreendedor de uma boa preparação. “O que a gente está avaliando é principalmente a confiança nessa fase mais inicial. Eu confio no que você está falando? Na sua visão, na sua capacidade de montar o produto, na sua capacidade de executar? E depois vemos se as informações são consistentes e atualizadas. São coisas pequenas, mas que podem fazer muita diferença na construção da confiança”, acrescentou a investidora.

## Qualidade dos fundadores:

Um bom plano de negócios é um requisito previsto pela maioria dos fundadores de startups. Mas os investidores também levam muito em consideração um conceito mais subjetivo: a qualidade dos próprios empreendedores. No estudo **How Do Venture Capitalists Make Decisions?** (“Como investidores de capital de risco tomam decisões?”), os pesquisadores Paul Gompers, William Gornall, Steven N. Kaplan e Ilya A. Strebulaev entrevistaram centenas de investidores em 2016. Concluíram que a equipe faz a maior diferença na hora de os VCs selecionarem um investimento, especialmente entre aqueles que investem em startups que estão apenas começando:

Fator mais importante para selecionar um investimento	Respostas de investidores em startups nos estágios iniciais	Respostas de investidores em startups nos estágios avançados
Time	53%	39%
Modelo de negócios	7%	19%
Produto	12%	8%
Mercado (tamanho e oportunidades)	7%	11%
Indústria	6%	4%
Valuation	0%	3%
Possibilidade de adicionar valor	2%	2%
Encaixe (com a tese)	13%	13%
Total de respostas	100%	99% (arredondamento)

Mas o que significa exatamente ser um bom fundador de startups? Para os VCs, as qualidades mais importantes são: habilidade, paixão, experiência na indústria, trabalho em equipe e experiência no empreendedorismo. A única diferença entre investidores de estágios iniciais e investidores de estágios avançados é que a experiência na indústria é um pouco mais preferida do que a paixão nos estágios avançados. Os investidores puderam apontar mais de uma qualidade como importante.

Qualidades importantes na equipe administrativa da startup	Respostas de investidores em startups nos estágios iniciais	Respostas de investidores em startups nos estágios avançados
Experiência na indústria	58%	55%
Experiência no empreendedorismo	48%	44%
Habilidade	65%	76%
Trabalho em equipe	52%	50%
Paixão	59%	53%



.....  
 .....  
 .....





Outra qualidade importante dos fundadores é sua capacidade de conquistar mais sócios e funcionários para os seus negócios:

“ Os fundadores devem ser ímãs de talento, atraindo pessoas melhores do que eles. Conseguir atrair gente com mais experiência e que trabalha em lugares que vão bem é um sinal forte da qualidade dos fundadores.”

[Mônica Saggioro, sócia da Maya Capital](#)

Antes de bater o martelo, a Maya Capital faz conversas com os fundadores e pede referências desses mesmos empreendedores a outros fundadores e fundos. “Estamos considerando um relacionamento que durará de sete a dez anos [duração média dos fundos de venture capital]. Brincamos que é mais do que um casamento”, [disse Lara Lemann, outra sócia da Maya Capital, em entrevista ao Do Zero ao Topo.](#)

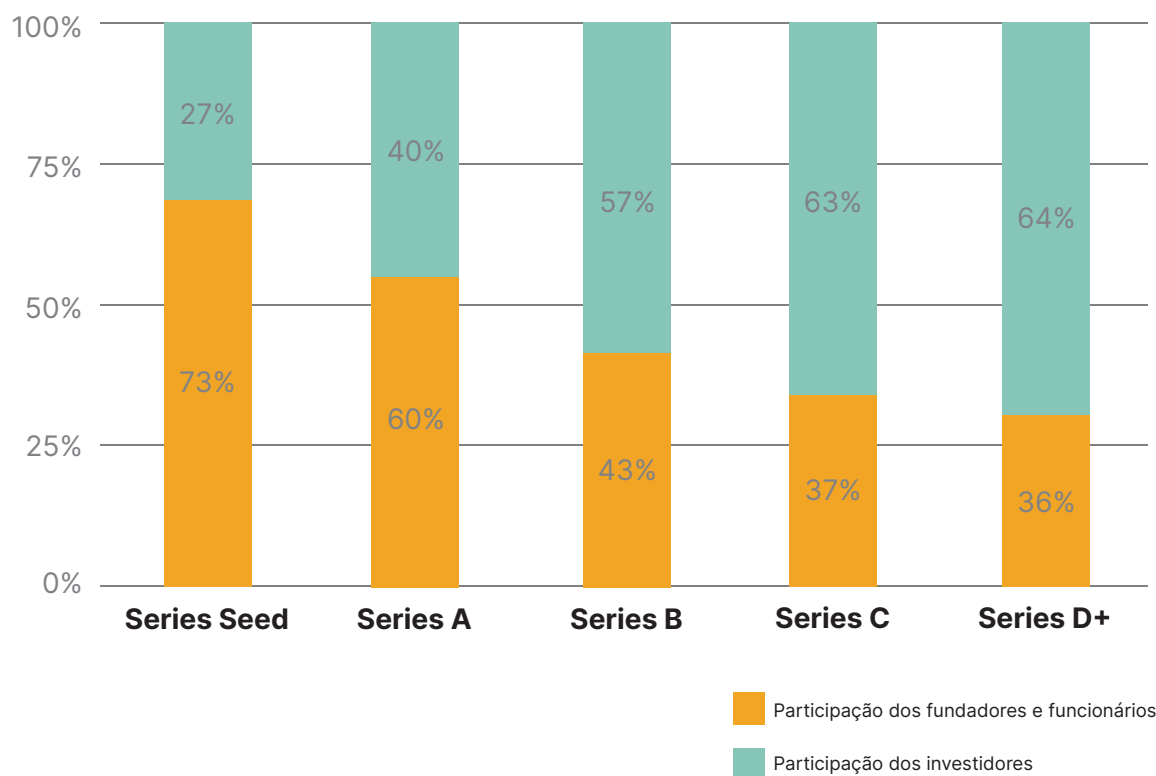


## Baldes de água fria:

Os investidores também vão ficar de olho em alguns “baldes de água fria” na hora do pitch. O primeiro sinal de alerta é um cap table (divisão da participação entre os sócios) inadequado. Os fundadores devem chegar ao investimento série A com 50% ou mais de participação na startup. “Investidores comprarem boa parte do negócio logo no começo mata a empresa e torna impossível captar futuras rodadas”, disse Brian Requarth, da Latitud.

A Capshare estudou 10.000 quadros societários de startups financiadas por venture capital, e concluiu que os fundadores e funcionários costumam chegar até a rodada série A com uma participação de 60% na startup:

### Participação de fundadores e funcionários vs. investidores em cada estágio de financiamento de uma startup



Fonte: Capshare/Astella Matrix

“Se os fundadores possuem baixa participação na empresa, há pouco espaço para a diluição dessa participação a cada rodada. (...) Se o *cap table* estiver desequilibrado, uma saída é comprar participação dos atuais acionistas para a entrada de novos”, escreveu a Endeavor. Outros alertas, segundo a organização de fomento ao empreendedorismo, são um múltiplo de retorno pequeno demais para justificar a aposta e, especialmente após a rodada Série A, dados financeiros e de governança desestruturados.

Na hora do *pitch*, o empreendedor não deve tentar tranquilizar o investidor quanto a todos os riscos envolvidos no negócio, segundo Requarth, da Latitud. “O empreendedor não deve falar que o investidor vai pelo menos recuperar o que investiu ou algo assim. Você deve dizer que existe uma grande chance de não dar certo, mas que os resultados podem ser transformadores caso dê certo. Seja franco com seus desafios, mas se mantenha otimista. Quando você tem consciência de concorrência e riscos, mostra ao investidor que não está nas nuvens com suas ideias e ganha credibilidade”.





## Escritura e assinatura do contrato

O dono do negócio também deve ler atentamente o *term sheet* – principal instrumento legal e financeiro para reduzir a assimetria de informação entre as gestoras e as startups. Esse documento tem termos econômicos e políticos, determinando como será a dinâmica de governança da sociedade, a relação com o investidor e a estrutura final da rodada e das próximas rodadas, especialmente em termos de controle acionário e de decisões de conselho. No *term sheet* aparecem definições como:

- Formação do conselho;
- Preferência de liquidação (a ordem de recebimento do capital, no caso de um evento de liquidez ou da dissolução da sociedade);
- *Vesting* (garantir uma determinada participação societária, desde que certas metas sejam alcançadas);
- Direito de preferência (caso o fundador venda suas ações para terceiros, os acionistas atuais têm o direito de igualar o valor oferecido por terceiros e o fundador é obrigado a vender para o acionista, desde que sua oferta seja igual);
- Cláusula antidiluição (proteção para investidores reajustarem o valor da sua participação no negócio em caso de emissão de novas ações).



- *Tag along* (o direito de vender as ações, de sua propriedade, junto com as ações de outro acionista que estejam sendo vendidas pelo mesmo preço e nos mesmos termos e condições);
- *Drag along* (obrigação imposta ao sócio minoritário de vender as suas ações, caso determinado percentual de acionistas decidam por vender sua parte);
- *Lock-up* (determina que o empreendedor não pode vender sua participação por determinado período sem a autorização dos seus investidores);
- Cláusulas de não competição após a saída do empreendedor da empresa;
- Possíveis vetos por parte dos investidores a decisões de negócio.

Para construir relacionamento com potenciais investidores e para conseguir analisar com calma tantas condições, é recomendável que o empreendedor estruture a rodada com seis a 12 meses de antecedência, segundo a Endeavor. “Quando há um horizonte maior de caixa, pode-se esperar mais pelo capital. Isso permite criar concorrência pelo deal e analisar os term sheets que receber dos fundos, para negociar melhor as cláusulas de governança e garantir a melhor negociação.”

O empreendedor também precisa entender em qual estágio o fundo de venture capital está. De acordo com a Endeavor, fundos que estão em seus primeiros anos têm menos pressão pelo retorno financeiro no curto prazo. Já nos fundos em estágios mais avançados, a tendência é que haja maior pressão por uma saída próxima, principalmente se a liquidez de outras rodadas não foi alcançada. Requarth recomendou perguntar com quanto tempo está o fundo, sua performance e se a gestora pretende levantar outro fundo. “Gestoras que tiveram sucesso têm vantagem em levantar mais fundos, porque atraem mais investidores e bons empreendedores. É um ciclo virtuoso.”

Um último ponto importante é contatar empresas investidas pela gestora. Essas empresas ajudam a entender alguma cláusula específica e qual valor a gestora agregou em cada jornada de crescimento. Também é importante entender como a gestora lida com negócios que não vão bem. “É aqui que se compreende como o GP [gestor do fundo] se comporta em situações difíceis”, escreveu a Endeavor em seu guia.





## Como é a famosa definição de *valuation*?

O valor de mercado uma startup, mais conhecido como *valuation*, também aparece no *term sheet*. O *valuation* de uma empresa tradicional segue métricas conhecidas no mercado, como fluxo de caixa descontado, múltiplos comparáveis de empresas abertas e projeções assertivas, com base em séries históricas. Definir o valor de um ativo tradicional se aproxima muito de precificá-lo, tomando como base o que outros pagaram por ativos similares.

Porém, esses parâmetros não funcionam na hora de definir o valor de mercado de uma startup, especialmente no *early stage*. Para começo de conversa, a startup pode não gerar um fluxo de caixa positivo tão cedo. Existem poucas empresas comparáveis, e muitas delas são privadas e não reportam seus números com frequência. Os investidores precisam então projetar um valor que será criado no futuro, levando em conta o potencial de crescimento exponencial do negócio. No lugar das tradicionais séries históricas e precificação de ativos similares, entram ativos intangíveis e incertos.

A 500 Global analisa mais de 10 mil empresas anualmente. A aceleradora estima que 2% das suas startups vão atingir uma avaliação de mercado bilionária (status conhecido como “unicórnio”); 5% trarão um múltiplo de 25 vezes de retorno sobre o capital investido; 20% terão um múltiplo de um a cinco vezes; e os cerca de 70% restantes não vão gerar retornos significativos.



“ A gente acredita em construir um portfólio de investimento grande, porque ele vai ter uma porcentagem pequena que vai trazer o retorno do fundo. (...) As startups podem ter um retorno muito grande, a gente lembra as histórias de unicórnio. Mas as pessoas costumam esquecer dos outros 99%. Tem muita empresa que não vira unicórnio ou até que não dá certo”,

explica Bedy, da 500 Global. Assim, a gestora tanto analisa os números de rodadas seed já feitas quanto parte para entender se a startup tem oportunidades e viabilidades suficientes para crescer e gerar eventualmente a receita anual média pretendida. Essa avaliação parte de um *deep dive*, ou entendimento profundo dos números e processos da empresa.

São analisados indicadores como *unit economics* (receitas e despesas por unidade produzida), eficiência de crescimento (razão entre custo de aquisição do cliente e o dinheiro que gasta ao longo de sua jornada com a empresa, ou *lifetime value*) e eficiência de capital (*burn rate*, ou em quantos meses a startup consome sua receita recorrente). A gestora também considera quanto dinheiro essa startup gastará para chegar até o próximo estágio de investimento. Então, a gestora traça uma matriz de riscos e probabilidades de crescimento.

“Para chegar ao valuation de cada oportunidade, nós ajustamos o valor da mediana histórica com as métricas de cada empresa e com nossa percepção de risco, dada a maturidade dos processos constatada versus a esperada. Assim, chegamos no quanto de equity [participação] devemos comprar de cada empresa e que tipo de colchão contra o risco estamos criando”, escreve a Astella.

## E depois do investimento?

Uma vez que a gestora coloca dinheiro na empresa, ela vai ficar por um longo período como sócia da startup. Por isso que avaliar o investidor é tão importante, considerando pontos como sua tese, sua proposta de smart money e suas exigências no contrato e depois do investimento.

O estudo *How Do Venture Capitalists Make Decisions?* elencou quais atividades os investidores mais desempenham para adicionar valor à startup investida – os investidores puderam selecionar mais de uma atividade. O empreendedor deve ver quais dessas atividades são as mais importantes para sua startup, e procurar gestoras de acordo.

Atividades desempenhadas por VCs para adicionar valor	Respostas de investidores em startups nos estágios iniciais	Respostas de investidores em startups nos estágios avançados
Indicar membros do conselho	55%	60%
Indicar funcionários	51%	41%
Conectar a startup a consumidores	69%	67%
Conectar a startup a investidores	81%	58%
Orientação estratégica	86%	88%
Orientação operacional	65%	62%
Outra atividade	19%	17%

Em termos de rotina, as startups devem preparar-se para fazer mais divulgações dos seus resultados. “O empreendedor está construindo um relacionamento, então precisa trabalhar na sua comunicação e na sua transparência de informações. Ele vai ter que gerar mais relatórios e dividir mais suas métricas”, disse Carol Lacombe, diretora de comunidade da gestora de venture capital Valor Capital Group, ao **Do Zero ao Topo**.

A disciplina pode ser uma dor para startups em estágio inicial. Mas desenvolver esse hábito desde cedo pode ajudar nas próximas negociações de investimento, e pode levar a novas descobertas de negócio.

“Esse sócio sempre vai estimular o empreendedor com novas perguntas. As questões são baseadas em seus conhecimentos, que vêm da experiência em acompanhar diversas empresas em diversos setores. O investidor pode ainda trazer boas práticas de outros conselhos e companhias; conexões, inclusive para levantar a próxima rodada; contratações; e novos clientes. Tem o lado de mais exigência, de mais desafios de comunicação e transparência. Mas também tem o lado de ter todo esse apoio no dia a dia”, finaliza a diretora.





# DO ZERO AO TOPO

O **Do Zero ao Topo** nasceu em maio de 2019, inicialmente como um podcast criado para contar a história de grandes empreendedores e empreendedoras do país.

A identificação do público com o podcast fez o projeto evoluir. Hoje, o Do Zero ao Topo (ZAT) é a marca de **empreendedorismo, gestão e inovação** do **InfoMoney**.

Além do podcast, disponível em áudio e vídeo, o ZAT também conta com reportagens de negócios, uma newsletter e conteúdos especiais nas redes sociais.

Siga a marca nas plataformas abaixo:



Reportagens



Newsletter



Youtube



Spotify



Instagram



O E-book “**Venture capital: o guia para decifrar o investimento em startups**” foi produzido pela equipe do **InfoMoney**, com texto de Mariana Fonseca, roteiro e edição de Letícia Toledo e diagramação de Mirian Suh.

Fechado em 21 de junho de 2022.

# VENTURE CAPITAL

guia para decifrar o  
investimento em startups

**InfoMoney**

