

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO**

Samuel Antônio Pereira Lima

FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS DE TECNOLOGIA:

Estudo de caso da empresa Startup X S.A.

Florianópolis

2024

Samuel Antônio Pereira Lima

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS DE TECNOLOGIA: Estudo de
caso da empresa Startup X S.A.**

Trabalho de Curso apresentado à disciplina CAD7305
como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel
em Administração pela Universidade Federal de Santa
Catarina.

Orientador(a): Prof.^a Dr.^a Ana Luiza Paraboni

Florianópolis

2024

Catálogo na fonte elaborada pela biblioteca da Universidade Federal de Santa Catarina

PEREIRA LIMA, SAMUEL ANTONIO

FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS DE TECNOLOGIA:
Estudo de caso da empresa Startup X S.A. : Estudo de caso
da empresa Startup X S.A. / SAMUEL ANTONIO PEREIRA LIMA ;
orientador, ANA LUIZA PARABONI, 2024.

32 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro
Socioeconômico, Graduação em Administração, Florianópolis,
2024.

Inclui referências.

1. Administração. 2. Fundos de investimentos. 3.
Processo de maturação de empresas de tecnologia. 4.
Investidores. 5. Empreendedorismo. I. PARABONI, ANA LUIZA.
II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em
Administração. III. Título.

Samuel Antônio Pereira Lima

FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS DE TECNOLOGIA: Estudo de caso da empresa Startup X S.A.

Este Trabalho de Curso foi julgado adequado e aprovado na sua forma final pela Coordenadoria de Trabalho de Curso do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 01 de julho de 2024.

Prof. Ana Luiza Paraboni
Coordenador de Trabalho de Curso

Avaliadores:

Prof^a. Ana Luiza Paraboni, Dr^a.
Orientadora
Universidade Federal de Santa Catarina

Júlia Gonçalves Peres, Ma.
Avaliadora
Universidade Federal de Santa Catarina

Talita da Silva Andrade, Ma.
Avaliadora
Universidade Federal de Santa Catarina

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo analisar como ocorreu o processo de maturação da Startup X S.A. a partir dos financiamentos dos fundos de investimentos, com o propósito de auxiliar e trazer insights aos futuros empreendedores, mostrando na prática os complexos processos e desafios enfrentados por startups na busca por recursos e crescimento impulsionado por fundos de capital. Foram entrevistados 3 profissionais altamente qualificados no assunto e com experiência prática nas negociações entre a empresa e o fundo, sendo 2 deles cofundadores da empresa, participando de todo o processo de crescimento da empresa desde seu nascimento, e outro entrevistado sendo investidor da Startup X em seus estágios iniciais, mostrando o outro lado das negociações. Os resultados mostram os desafios nos diferentes estágios, impactos ao longo da jornada e a sinergia construída entre empreendedores e investidores, contribuindo com exemplos de referências utilizadas neste processo e as práticas de mercado.

Palavras-chave: Fundos de investimentos; Processo de maturação; Empreendedores; Investidores; Negociações.

ABSTRACT

The present study aims to analyze how the maturation process of Startup X S.A. unfolded through investments from investment funds, aiming to assist and provide insights to future entrepreneurs. It showcases the practical complexities, processes, and challenges faced by startups in securing resources and achieving growth facilitated by capital funds. Three highly qualified professionals with practical experience in negotiations between the company and the fund were interviewed, including two co-founders who have been involved in the company's growth since its inception, and another interviewee who invested in Startup X during its early stages, offering insights from the investor's perspective. The results highlight challenges at various stages, impacts throughout the journey, and the synergy established between entrepreneurs and investors. This study contributes examples of references used in this process and market practices.

Keywords: Investment funds; Maturation process; Entrepreneurs; Investors; Negotiations.

1 INTRODUÇÃO

No cenário empresarial do Brasil, a busca por financiamento é uma jornada crucial que todas as empresas enfrentam em algum momento de sua trajetória. No entanto, especialmente em estágios iniciais, esse desafio pode ser ainda mais significativo devido às complexidades do ambiente econômico e regulatório do país. Nesse contexto, os fundos de capital emergem como atores essenciais na promoção do crescimento, da inovação e do desenvolvimento empresarial no Brasil.

Os fundos de capital, que muitas vezes começam através de familiares e amigos, até chegarem nos denominados "*venture capital*" ou "*private equity*", representam uma fonte importante de financiamento para empresas em diversos estágios de desenvolvimento, desde startups inovadoras até empresas estabelecidas que buscam expandir suas operações. No Brasil, esses fundos desempenham um papel fundamental, preenchendo lacunas de

financiamento, fornecendo expertise e contribuindo para a criação de um ecossistema empreendedor vibrante.

Mas afinal, o que significa captar recursos ou receber um investimento? Para Leonardo Simão (2021), significa vender uma participação na empresa, em troca de um investimento a ser feito para que ela possa crescer. Ao comprar uma porcentagem da empresa e se tornar sócio, o investidor assume o risco de o negócio não dar certo, desta forma, o empreendedor não fica devendo ao investidor, o que não aconteceria se o recurso viesse de uma instituição financeira, por exemplo. Ao assumir este risco, o investidor espera o retorno financeiro sempre superior à aplicação financeira.

Ainda de acordo com Simão (2021), os investidores são divididos em diferentes categorias, de acordo com o perfil e o momento da empresa. Na ordem de empresas iniciantes até as mais maduras, temos as seguintes categorias de investidores: familiares e amigos (*friends and family*); investidores-anjo (*angels investors*); investimento-semente (*seed money*); fundo de investimento de risco (*venture capital funds*) e fundo de investimento privado (*private equity*).

Nos primeiros passos das empresas, principalmente quando esta se encontra somente no campo das ideias, é natural que não chame atenção do mercado e de grandes investidores. É neste momento que entram as primeiras categorias de investidores, os familiares e amigos e investidores-anjo. Como o próprio nome já diz, este investimento vem de parentes e amigos do empreendedor, e por esta proximidade, se caracteriza por ser um modelo mais informal e simples, baseando-se principalmente na confiança entre as partes. Apesar de simples, é importante ter uma preocupação com transparência e uma segurança jurídica, com um contrato simples, para firmar a boa relação entre empreendedor e investidor. Principalmente quando não há capital próprio, este investimento pode ser fundamental para a empresa, pois este capital inicial permite sua apresentação no mercado e validação do produto, e nesta hora, é importante ter pessoas de confiança ao seu lado, dispostas a assumir o risco de um produto ainda sem validação prática.

Após a entrada da empresa no mercado e ter seus primeiros impactos e impressões, entra a categoria do investidor-semente (*seed money*). Esta categoria geralmente entra em um momento intermediário da empresa, já com um produto validado pelo mercado, com alguma estrutura, base de cliente e funcionários contratados. O investidor-semente é bastante semelhante ao investidor-anjo, com a maior diferença realmente do *ticket* de investimento, com o investidor-anjo geralmente não passando de R\$1 milhão. Ressalta-se, porém, que para fins práticos e jurídicos, estas duas categorias não têm diferença. Estes investidores geralmente são pessoas que não necessariamente são milionárias, mas que já construíram carreiras e negócios de sucesso e são entusiastas do setor da empresa investida. Além disso, auxiliam o empreendedor não somente com recursos financeiros, mas também com o capital intelectual, representando um aporte de conhecimentos e *network* que auxiliará no crescimento da empresa e na prospecção de futuros novos investidores.

Já nos estágios mais avançados de crescimento da empresa, finalmente entram os fundos de *Venture Capital* (VC) e *Private Equity* (PE), já com a empresa mais madura, com uma base consistente de clientes e com o produto já provado e testado pelo mercado. Segundo Caminha e Coelho (2020), *Private Equity* é o investimento que consiste na aquisição privada (*private*) de participação societária (*equity*) em companhias de potencial

inexplorado, financiando um choque de gestão, reestruturação de suas atividades ou finanças. Inicialmente investindo em empresas de grande porte, os investidores perceberam vantagem em alterar o escopo das empresas investidas, trocando empresas tradicionais por *startups* de potencial relevante, nascendo assim, de uma ramificação da indústria de *Private Equity*, os fundos de *Venture Capital*. Estes fundos se caracterizam por grupos de investidores que unem seus recursos em um único patrimônio, onde investem em um portfólio de *startups* e empresas através de um gestor de recursos especializado na seleção e monitoramento de empreendimentos inovadores. Desta forma, estes fundos auxiliam na aceleração de crescimento da empresa, até possivelmente alcançar o grau de maturidade para o último estágio de investimento, quando a empresa faz sua Oferta Pública Inicial (Inicial Public Offering - IPO) e entra para a bolsa de valores, se tornando empresa de capital aberto.

Muitas empresas brasileiras não possuem as competências necessárias para combinar recursos, sejam humanos, tecnológicos, capitais e informacionais para inovar, principalmente *startups* e Pequenas e Médias Empresas (PMEs), habilidade que é extremamente importante e necessária para ganhar vantagem competitiva no mercado. De acordo com a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI, 2010), estes fundos de capitais aparecem como solução para este problema.

A indústria de Private Equity e Venture Capital representa uma alternativa muito interessante para solucionar esse problema, especialmente diante de empresas que não possuem documentos financeiros históricos ou empresas que não possuem bens tangíveis que podem ser utilizados como empréstimos bancários, ou seja, empresas que estão começando agora seus negócios. Ademais, gestores de PE/VC não disponibilizam somente o dinheiro necessário para que a nova empresa cresça, mas também ajudam os empreendedores a tomar decisões certas no processo de construção de um novo negócio. De acordo com o IHS Global Insight (2009), empresas que obtiveram recursos de PE/VC geraram US\$ 3 trilhões em receita e empregaram mais de 12 milhões de pessoas nos Estados Unidos (EUA) em 2008. (ABDI, 2010)

Através de dados gerados pelo IHS Global Insight (2009), a ABDI mostra como os fundos de capital são importantes não só para o crescimento de novas empresas, mas também para a fomentação de empregos e conseqüentemente o impulsionamento da economia de todo um país. Isto exposto, este estudo irá analisar a empresa Startup X SA, empresa com nome fictício para preservação da marca, e enfoque no conteúdo. Portanto, a descrição da empresa será feita de forma superficial para evitar sua fácil identificação. A Startup X SA é uma empresa de tecnologia e inovação aplicada à solução de serviços financeiros, fundada em 2019. Esta *startup* recebeu sua primeira rodada de investimento em abril de 2021, tendo crescimento exponencial, em relação à estrutura, produto e clientes. Ao analisar este estudo de caso, o presente trabalho busca auxiliar o novo empreendedor a entender estas alternativas de captação de recursos, entender em que estágio sua empresa se encontra e qual fundo de investimento é o ideal para o momento, e por fim entender quais são os desafios que enfrentará nas negociações e relações entre empreendedor e investidor. Com isto, chega-se à seguinte pergunta de pesquisa: Como ocorreu o processo de maturação da Startup X S.A. a partir dos financiamentos dos fundos de investimentos?

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar como ocorreu o processo de maturação da startup Startup X S.A. a partir dos financiamentos dos fundos de investimentos.

1.1.2 Objetivos Específicos

- Descrever os desafios das organizações em busca de recursos;
- Caracterizar, através do estudo de caso da empresa Startup X SA, como são as etapas de negociação entre organização e fundos de capital;
- Analisar os impactos positivos e negativos gerados por uma organização impulsionada por fundos de capital;
- Analisar os métodos utilizados para o cálculo de *valuation*.

1.2 JUSTIFICATIVA

O presente artigo tem o objetivo de ampliar os horizontes do empreendedor brasileiro em relação à captação de recursos, analisando como os fundos de capital desempenham um papel vital no ecossistema empresarial, impulsionando a inovação, o crescimento econômico e a criação de empregos. Eles fornecem o combustível necessário para startups superarem as dificuldades iniciais e atingirem seu potencial máximo. Mostrar como a colaboração entre empreendedores e investidores de capital é essencial para o sucesso contínuo do mundo dos negócios.

Este estudo também mostrará, através do estudo de caso com a empresa Startup X, como são as negociações entre empresas e fundos de forma prática, auxiliando o novo empreendedor a entender em que momento sua empresa se encontra, e poder tomar a melhor decisão de acordo com seus objetivos e plano de crescimento. Tudo isso, ao considerar os diversos desafios que vêm junto com os recursos do investidor, como a relação com um novo sócio exigente, com participação ativa nos negócios e que cobrará lucratividade e retornos significativos sobre seu investimento.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

De acordo com Caminha e Coelho (2020), as fontes clássicas de captação de recursos dependem de diversos fatores, especialmente de qual estágio de crescimento a empresa se encontra. Entre estes estágios estão o embrionário, inicial, de expansão e avançado, classificações adotadas da *Nation Venture Capital Association* (associação de investidores em *startups*, localizada em Washington, D.C, Estados Unidos). Quanto mais avançada a organização é, mais capital será necessário para continuar crescendo, desta forma, para cada uma destas classificações há fontes de recurso mais adequadas.

2.1 Estágio embrionário (*seed stage*)

Para os autores Caminha e Coelho (2020), o estágio embrionário marca o nascimento da ideia, quando os fundadores concebem o propósito e a visão que impulsionarão o negócio. Nessa fase, a empresa está envolvida na pesquisa inicial, na validação da viabilidade do produto ou serviço e na estruturação do plano inicial. É natural que neste estágio os fundadores assumam os riscos das atividades e sejam os primeiros a investirem, porém o capital próprio é limitado, e logo é necessário apoio externo. Neste momento, a classe de investimento *family and friends* representa uma fonte inicial de financiamento, proveniente de círculos pessoais do empreendedor. Baseado principalmente na característica da confiança, a relação pessoal entre o empreendedor e os investidores dessa classe é um componente vital, muitas vezes motivados por este vínculo emocional, estão dispostos a assumir riscos que outros investidores podem evitar.

Os autores Caminha e Coelho (2020) ainda citam que, além desta classe de investidor, uma boa ideia e plano de negócio pode atrair indivíduos dispostos a arriscar seu capital para participar da empresa, os chamados investidores anjos. Geralmente empresários bem-sucedidos, eles podem ser importantes não só no aspecto financeiro, mas também trazem consigo uma vasta rede de contatos e uma bagagem valiosa de experiência no mundo dos negócios. Esses investidores engajam-se ativamente na gestão, oferecendo orientação estratégica, mentoria e acesso a oportunidades de crescimento. A combinação estratégica dessas duas classes de investidores pode criar uma sinergia poderosa. Enquanto os investidores anjos fornecem experiência, conexões e um olhar perspicaz sobre o mercado, o capital "family and friends" oferece o suporte emocional e financeiro inicial necessário para tirar a ideia do papel. O sucesso de muitas startups é forjado na junção dessas fontes de financiamento, construindo uma base sólida que mistura confiança, visão estratégica e recursos financeiros. A busca pelo equilíbrio certo entre essas classes de investidores é essencial para criar um caminho sustentável para o crescimento e a inovação nos negócios emergentes. Em 2018, estudos da National Venture Capital Association (NVCA) mostraram que a média mundial de investimentos institucionais em *seed stage* foi de US\$1,55 milhões (US\$2 milhões nos EUA, US\$1,15 milhões na Ásia e US\$1,15 milhões na Europa).

2.2 Estágio inicial (*early stage*)

Ainda segundo Caminha e Coelho (2020), o estágio inicial é marcado pela concretização da ideia, dando lugar à formação da empresa. Aqui, a ênfase está no desenvolvimento do produto ou serviço e na busca por clientes. A empresa está se estabelecendo, aprendendo com os desafios e ajustando seu modelo de negócio. Nesta fase não há grandes diferenças da primeira, portanto as fontes de investimentos também são semelhantes. Porém, neste ponto a empresa já deu seus primeiros passos e suas primeiras impressões no mercado, com isso, as fontes de investimentos tem a tendência em ser maiores e mais estruturadas, como os investidores-sementes, que basicamente tem sua única diferença prática para o investidor anjo somente o valor de recursos aplicados.

Para Luna, M. B., Luna, P. de T. M., & Vaz, C. R. (2024), este é o estágio em que as startups ainda estão desenvolvendo seus modelos de negócio e explorando suas

potencialidades. Nessa fase, geralmente, os investidores precisam ter uma participação mais ativa nas decisões das startups para assegurar que estejam alinhadas com seus objetivos. Por outro lado, investir nesse estágio pode resultar em retornos potencialmente maiores para investimentos relativamente pequenos (Bossa Invest, 2023). Do ponto de vista do empreendedor, esses investimentos são um recurso essencial para o desenvolvimento do negócio.

Além destas, outras fontes de recursos também são comuns nesta fase, como incubadoras e aceleradoras. Os autores Caminha e Coelho (2020) descrevem as incubadoras como programas que oferecem suporte a startups, proporcionando orientação, espaço de trabalho, recursos administrativos e, em alguns casos, mas não muito comum, recursos financeiros. Já as aceleradoras oferecem um suporte mais intensivo e concentrado por um período de tempo limitado, geralmente entre três a seis meses. Elas visam acelerar o crescimento das startups, oferecendo capital, mentoria especializada, acesso a investidores, além de conexões e recursos valiosos. As duas instituições dividem semelhanças conceituais, concedendo muito do que o empreendedor precisa para otimizar seu crescimento. Para recursos financeiros, ainda há a alternativa do *Equity Crowdfunding* (financiamento coletivo), comum tanto nesta fase quanto na *seed stage*, onde a empresa encontra apoio de um grande número de pessoas que contribuem com pequenos valores, em troca de recompensas, participação acionária ou simplesmente como doação. Nesta fase *early stage*, os estudos da NVCA mostraram que a média mundial de investimentos institucionais foi de US\$5,9 milhões (US\$7,1 milhões nos EUA, US\$6,1 milhões na Ásia e US\$4,7 milhões na Europa).

2.3 Estágio de expansão (*expansion stage*)

Durante a fase de expansão, Caminha e Coelho (2020) afirmam que os investimentos são direcionados para escalar o negócio. Aqui, investidores tendem a se envolver, oferecendo grandes somas de capital em troca de participação significativa na empresa. Esses investidores buscam retornos expressivos e estão dispostos a correr riscos em empresas que mostram potencial de crescimento exponencial. Diferente dos outros estágios, esta fase começa quando a empresa já estabeleceu uma estrutura interna razoável e está pronta para expandir seu mercado, tanto do ponto de vista geográfico quanto de público-alvo. Apesar de possivelmente estar com vendas aquecidas, a *startup* pode ainda não ter alcançado o *Breakeven*, ou seja, não está gerando caixa necessário para cobrir suas despesas. Neste momento mais complexo da organização, entra em cena um dos fundos mais importantes no mercado, principalmente de startups, os fundos de *Venture Capital*. Neste estágio, os estudos da NVCA mostraram que a média mundial de investimentos institucionais foi de US\$16,5 milhões (US\$16,9 milhões nos EUA, US\$17,9 milhões na Ásia e US\$14,7 milhões na Europa)

2.3.1 *Venture Capital*

Simão (2021) define *Venture Capital* (VC) como "um investimento de risco em empresas em estágio inicial, com potencial de crescimento exponencial". O autor destaca que

o VC é um investimento de longo prazo, pois as empresas em estágio inicial levam tempo para se desenvolver e atingir o sucesso. Sendo eles investidores pessoais, bancos, fundos de pensão, *family office* ou grandes corporações, estes investidores tendem a possuir patrimônios extensos e pouca necessidade de liquidez imediata, tendo uma média de 10 a 14 anos para retorno do seu capital investido. O fundo terá o mesmo trabalho que o empreendedor de captar recursos, porém o empreendedor terá a missão de convencer o fundo a investir em sua empresa, e o fundo terá que convencer seus investidores, através da figura de um gestor profissional, a disponibilizarem seus recursos confiando que ele selecionará as melhores empresas para investir, com maiores probabilidades de retornos futuros.

Diferente dos outros fundos anteriores, aqui já se encontra uma estrutura jurídica mais robusta. Segundo Caminha e Coelho (2020), a estrutura jurídica dos fundos VC, no exterior, o mais adotado é o *limited partnership*, que é uma relação de natureza contratual em que os investidores são chamados de *limited partners* e o gestor dos recursos investidos é chamado de *general partner*, o qual se responsabiliza e responde com todo o seu patrimônio por eventual dano causado pelas atividades do fundo. No Brasil, temos a Sociedade em Conta de Participação (SCP), criada pelo art. 991 do Código Civil. O SPC é constituído por ato do seu administrador fiduciário, uma pessoa jurídica (geralmente instituição financeira), devidamente autorizada pelo CVM. Esta sociedade possui um sócio ostensivo, que faz o papel do *general partner*, exercendo em nome próprio a atividade social da SCP, responsável pelas tomadas de decisões sobre a compra e venda de ativos financeiros com o capital investido pelos cotistas, os sócios participantes que passivamente investem capital, podendo auxiliar com uma consultoria financeira, opinião e experiência profissional.

A captação de recursos em startups através de Venture Capital (VC) é um processo complexo e desafiador. Caminha e Coelho (2020) abordam os desafios encontrados e alguns aspectos importantes que as startups devem considerar. Na primeira etapa, a startup deve preparar um plano de negócios completo e atualizado, que descreva seus objetivos, estratégias, produtos ou serviços, mercado e equipe. É nesta etapa de maturação da ideia que pode ter seu crescimento acelerado através das fontes de captação de recursos citados anteriormente, para estar realmente em estágio de expansão ao buscar os fundos de VC. Ciente de seu estágio e preparado para avançar nas etapas, a próxima é a prospecção. A startup deve identificar e contatar potenciais investidores de VC, através de eventos de networking, sites de investimento e recomendações de terceiros. Assim que identificado, os empreendedores terão a missão de atrair e convencer os investidores do potencial de sua empresa. É nesta hora que o *pitch* dos empreendedores é fundamental, fazendo uma apresentação breve e concisa, destacando os pontos fortes da startup, e apresentando o plano de negócios, onde os recursos serão aplicados e de que forma o fundo conseguirá contribuir para o crescimento da empresa. A partir disso, os investidores de VC realizarão o *due diligence*, uma análise detalhada da startup, incluindo seu plano de negócios, equipe, produtos ou serviços, mercado e situação financeira. Com interesse dos dois lados, a última etapa é a negociação, onde serão tratados os termos do investimento, incluindo o valor do investimento, a participação da startup no fundo e as condições de saída dos investidores.

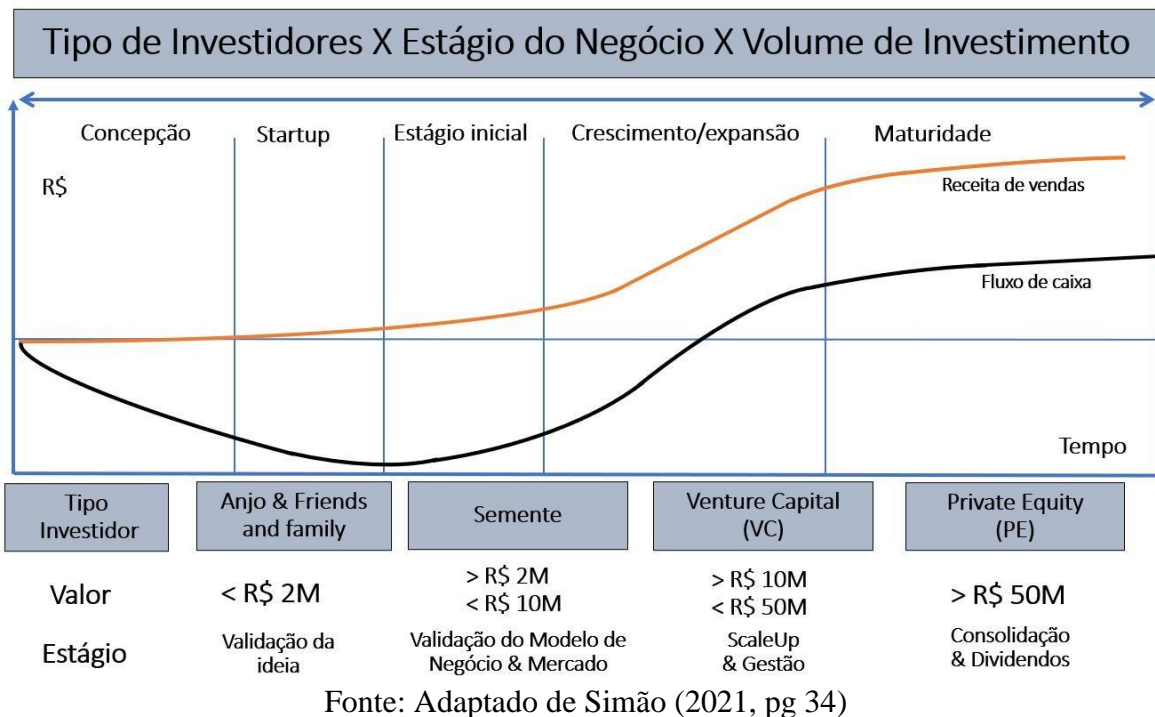
2.4 Estágio avançado (*later stage*)

Por fim, ainda de acordo com Caminha e Coelho (2020), o estágio avançado é caracterizado pela consolidação e maturidade da empresa no mercado. Aqui, a organização alcançou estabilidade, estabelecendo-se como uma força no setor. Porém, junto com esta força de mercado surgem muitos desafios igualmente grandes, como melhorar a eficiência operacional, garantir que seja eficaz e sustentável, envolvendo a implementação de novas tecnologias, a otimização de processos e a redução de custos, além de atrair e reter talentos de alto nível. Para tornar tudo isto possível e sustentar o crescimento da empresa, é preciso de ainda mais recursos. Segundo o estudo da NVCA, para o estágio *later stage*, a média mundial de investimentos institucionais foi de US\$44,5 milhões (US\$34,8 milhões nos EUA, US\$81,8 milhões na Ásia e US\$16,8 milhões na Europa). Este estudo mostrando as médias anuais em cada estágio é importante pois os dados embasam o argumento no início deste capítulo, de que quanto mais avança uma empresa, mais recursos serão necessários para sustentar seu crescimento. Perto do último degrau, antes de um IPO, é muito comum neste estágio a captação de recursos via fundos de *Private Equity*.

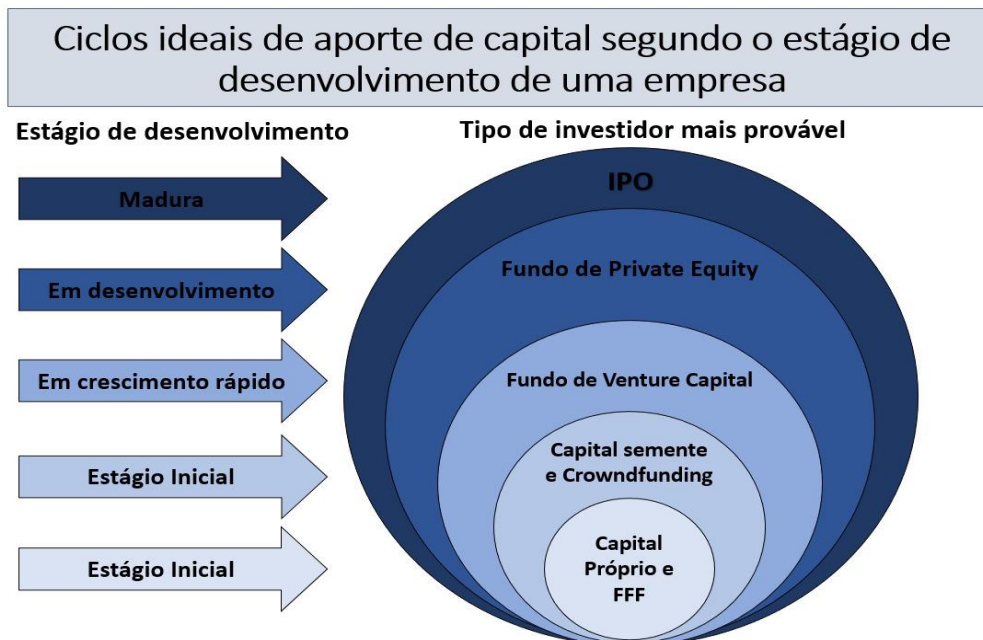
2.4.1 *Private Equity*

Assim como o *Venture Capital* (VC), para Simão (2021), o *Private Equity* (PE) também envolve o investimento de capital de terceiros em empresas privadas com o objetivo de aumentar o valor de sua participação e, posteriormente, revendê-la a um preço superior. As questões legais e de negociações entre empresas e fundos são muito semelhantes em relação aos fundos VC. A grande diferença realmente é que os fundos de PE investem em empresas que já comprovaram sua capacidade e têm um fluxo de caixa positivo, com produto já consolidado e certa solidez no mercado, como mencionado anteriormente. Com isso, estes fundos costumam ser muito mais seletivos e criteriosos na sua estratégia de investimento, sendo comum a exigência de uma gestão profissionalizada na organização investida, assim como a adoção de práticas gerenciais e de *compliance* em níveis das melhores práticas do mercado. Desta forma, os fundos de *Private Equity* têm um portfólio menor de empresas, enquanto os de *Venture Capital* investem em um volume maior de empresas, além de ter uma gestão mais passiva e menos ativa, e valores de investimentos maiores, muitas vezes na ordem de milhões ou até bilhões.

Segundo Simão (2021), a captação de recursos através de PE pode ser uma boa opção para startups que se encontram em algumas fases específicas, como a fase de M&A (fusões e aquisições), onde a startup pode estar buscando oportunidades de crescimento através da aquisição de outras empresas. O PE pode fornecer o capital necessário para essas aquisições, além de experiência e expertise na área de M&A. Outra fase comum de atuação deste fundo é a internalização, a startup está buscando expandir suas operações para outros países. O PE pode ajudar a financiar essa expansão, além de fornecer acesso a redes de contatos e oportunidades de negócios internacionais. Segundo o autor, por investir em empresas que dão lucros e geram caixa, os fundos de PE calculam um *valuation* (avaliação de valor da empresa) de uma forma mais completa e direta, feito sobre uma previsão de fluxo de caixa descontado, adicionando uma taxa de risco e imprevisibilidade.



Simão (2021) ainda ressalta que estas diversas fontes de captação de recursos compartilham de muitas semelhanças entre si, e existe uma interseção entre elas. “Vale lembrar que, do mesmo modo que existe uma zona de interseção entre investimentos-anjo e semente ou entre *seed* e VCs, existe também essa interseção entre fundos de VCs e de *private equity*.” (Simão, Leonardo; pg. 50). Não necessariamente um fundo precisa investir em uma empresa em determinado estágio de crescimento conforme sua definição, porém existem maiores probabilidades de as relações acontecerem desta forma mencionada neste capítulo. Torres e Gorini (2015) demonstram através de um gráfico que mostra as maiores probabilidades de captação de recursos em relação ao estágio de desenvolvimento de uma empresa.



Fonte: adaptado de Torres e Gorini (2015, pg. 80)

2.5 Valuation

Quando se trata de fundos de investimento, compreender o processo de avaliação do valor das empresas, também conhecido como *valuation*, é essencial. A conexão entre empresas e fundos de investimento é estreitamente ligada ao *valuation*. Os fundos utilizam essa avaliação para analisar as empresas nas quais desejam investir, enquanto as empresas precisam conduzir o *valuation* para compreender seu próprio valor e atrair investidores. O *valuation* é uma ferramenta crucial para ambos os lados. Ele auxilia as empresas a perceberem seu valor e a atrair investidores, ao mesmo tempo em que ajuda os fundos de investimento a tomar decisões mais bem embasadas sobre seus investimentos (Damodaran, 2012).

Segundo o Sebrae (2015), *valuation* é o processo de avaliar empresas, uma expressão originada do inglês, que permite analisar a posição de uma organização no mercado e prever o retorno esperado de um investimento em um projeto específico. De acordo com Póvoa (2007), o propósito da avaliação de empresas não é determinar um preço exato, mas sim estabelecer uma faixa de valores para o ativo em questão. O autor destaca que não há uma resposta definitiva ou métodos únicos para avaliar empresas, sendo possível combinar diferentes abordagens para alcançar um resultado. Assaf Neto (2008) apoia essa ideia, argumentando que o *valuation* não pode ser encarado como uma ciência exata, já que não permite uma comprovação precisa dos resultados obtidos. Ele enfatiza que o processo se baseia principalmente em expectativas fundamentadas em hipóteses e premissas definidas pelos avaliadores.

Para Damodaran (2012), o conceito de *valuation* é definido como o processo de estimar o valor de uma empresa ou ativo, com base em uma série de fatores, como o potencial de crescimento da empresa, a sua lucratividade, a sua posição no mercado e os riscos envolvidos. Este é um processo complexo, que requer uma compreensão profunda dos

fatores que determinam o valor de uma empresa. Entre dezenas de modelos de avaliação, o autor destaca duas principais abordagens para o *valuation*, intrínseca e a relativa. A abordagem relativa é baseada na premissa de que as empresas semelhantes são negociadas a múltiplos semelhantes. Os múltiplos são indicadores financeiros que relacionam o valor de uma empresa a um de seus indicadores operacionais, como o lucro líquido, o valor contábil ou o faturamento. Após selecionar um grupo de empresas semelhantes em termos de tamanho, setor de atuação, ciclo de vida e outros fatores relevantes, é necessário calcular os múltiplos dessas empresas, sendo os mais comuns o P/L (preço por lucro líquido), EV/EBITDA (valor da empresa por lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização), e após calcular os múltiplos das empresas semelhantes, é necessário aplicar esses múltiplos à empresa que está sendo avaliada. Por exemplo, se o múltiplo P/L médio das empresas semelhantes for 15, isso significa que uma empresa com lucro líquido de R\$10 milhões terá um valor de mercado de R\$150 milhões.

Segundo Damodaran (2012), a abordagem relativa é uma validação relativamente simples, entretanto, os investidores estão buscando crescimento e valor futuro, por isto existe a abordagem intrínseca, a qual é baseada na premissa de que o valor de uma empresa é igual ao valor presente dos seus fluxos de caixa futuros. Essa abordagem é mais complexa do que a relativa, pois requer a estimativa dos fluxos de caixa futuros da empresa. Para fazer esta estimativa, é necessário considerar uma série de fatores, como o potencial de crescimento, lucratividade e a posição da empresa no mercado, quanto maiores, maiores serão os fluxos de caixa futuros, além dos riscos envolvidos, empresas mais arriscadas terão fluxos de caixa futuros menores. Após estimar os fluxos de caixa futuros, é necessário calcular o valor presente desses fluxos usando uma taxa de desconto que reflita o risco da empresa. A taxa de desconto é o custo do capital da empresa, que é a remuneração que os investidores esperam receber por investir na empresa. A avaliação intrínseca oferece uma avaliação mais ampla dos valores determinantes do valor de uma empresa, enquanto a relativa proporcionará uma estimativa mais realista do valor de mercado, o que faz com que a combinação entre as duas abordagens seja o ideal para uma avaliação mais assertiva.

Damodaran (2012) ainda alerta, assim como Assaf Neto (2008) e Póvoa (2007), sobre a subjetividade na construção do *valuation*. Apesar de existir cálculos e dados reais para se basear, existe também muitas premissas e vieses dos avaliadores. Por exemplo, um avaliador que acredita que uma empresa é supervalorizada pode subestimar os fluxos de caixa futuros da empresa, o que resultará em um valor de avaliação menor do que o valor real da empresa, o chamado viés de confirmação. Além disso, ainda existem muitos ativos intangíveis que precisam ser considerados nas empresas, como capital humano, vanguarda tecnológica, força de trabalho e o próprio nome da marca. Isto só reforça, para a empresa que busca recursos e investidores, ter bons profissionais, gestores, uma cultura organizacional forte, um bom plano de negócio e que tenha empreendedores com um bom *pitch*, para apresentar e valorizar estes ativos intangíveis, valorizando também o seu *valuation*.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo utilizará os procedimentos metodológicos de abordagem exploratória e descritiva, conforme descrito por Gil (2007). A pesquisa descritiva tem como

objetivo descrever detalhadamente o objeto de estudo, suas características e os problemas associados, buscando apresentar de maneira precisa e detalhada os fatos e eventos relacionados ao tema em questão, enquanto a pesquisa exploratória é conduzida em campos onde há pouca informação consolidada, não se restringindo apenas ao conhecimento limitado do pesquisador sobre o tema. Ela busca explorar a realidade para adquirir um entendimento mais amplo, visando subsidiar estudos descritivos posteriores sobre o assunto.

Os procedimentos foram adotados para a realização do estudo de caso sobre a Startup X, focando na compreensão das relações e negociações entre a startup e os fundos de investimento em empresas de tecnologia. A abordagem metodológica adotada baseia-se em uma pesquisa qualitativa, utilizando entrevistas semiestruturadas como principal método de coleta de dados. Para Minayo (2009, p. 64-66) a “entrevista semiestruturada combina perguntas fechadas e abertas, em que o entrevistado tem a possibilidade de discorrer sobre o tema em questão sem se prender à indagação formulada”.

Minayo (1994, 2000) diz que a pesquisa qualitativa responde a questões particulares, enfoca um nível de realidade que não pode ser quantificado e trabalha com um universo de múltiplos significados, motivos, aspirações, crenças, valores e atitudes. O presente estudo emprega esta abordagem para capturar insights detalhados e contextuais sobre as interações entre a Startup X e os fundos de investimento. A escolha por um estudo de caso permite uma imersão profunda no contexto específico da empresa, buscando compreender as dinâmicas das relações estabelecidas com os fundos.

As entrevistas semiestruturadas, como método principal para a coleta de dados, foram conduzidas de forma presencial ou virtual, conforme a disponibilidade e preferência dos participantes. A seleção dos entrevistados foi baseada em características específicas, como a participação direta nas negociações entre a empresa e os fundos, com o propósito de ter a visão dos dois lados da negociação. Foi escolhido dois entrevistados da empresa com o intuito de confrontar e validar as ideias, além de ter em um entrevistado, sendo diretor de operações, uma visão mais interna, técnica e operacional, e outro sendo diretor executivo, com uma visão mais ampla, externa à empresa, e mais prática. Já o terceiro entrevistado foi escolhido um investidor profissional, e gestor de um fundo investidor na empresa utilizada para o estudo, trazendo o lado do investidor nas negociações. Além das entrevistas, a pesquisa também considerou a análise documental, compreendendo relatórios financeiros, comunicados oficiais da empresa e informações disponíveis publicamente sobre os investimentos realizados na Startup X. O Quadro 1 apresenta a identificação de cada entrevistado e o respectivo cargo.

Quadro 1 – Identificação dos entrevistados.

Identificação dos entrevistados	Cargos
Entrevistado A	CEO e cofundador da Startup X
Entrevistado B	COO e cofundador da Startup X
Entrevistado C	Gestor de fundo de investimentos

Fonte: Elaborado pelo autor

Com o propósito de atingir os objetivos delineados neste estudo, o roteiro das entrevistas foi elaborado pelo autor com base na literatura, visando explorar os processos de negociação, os desafios enfrentados e as estratégias adotadas tanto pela Startup X quanto pelos fundos de investimento, conforme o quadro abaixo:

Quadro 2 – Relação das questões por objetivo específico e categoria de respondente.

QUESTÕES STARTUP X	QUESTÕES FUNDOS	OBJETIVOS ESPECÍFICOS
<ul style="list-style-type: none"> • Como foi o crescimento da empresa antes da entrada dos primeiros recursos? • Em que momento a empresa percebeu que teve seu crescimento limitado pela falta de recursos? • Como foi o processo decisório até concluir que seria necessário buscar recursos externos? • O estágio (<i>seed stage, early stage, expansion stage, later stage</i>) em que a empresa se encontra teve influência na escolha dos fundos investidores? • Quais foram os métodos e indicadores utilizados para definir em qual estágio a empresa se encontra? • Quais foram os diferentes desafios da empresa em cada diferente estágio pela qual a empresa passou? 	<ul style="list-style-type: none"> • Quais são as estratégias para a escolha de uma empresa a ser investida? • O estágio (<i>seed stage, early stage, expansion stage, later stage</i>) em que a empresa se encontra tem influência na escolha da empresa? • Quais são os métodos e indicadores utilizados para definir em qual estágio a empresa se encontra? • Quais foram os principais fatores determinantes para investir na Startup X? 	<p>Descrever os desafios das organizações em busca de recursos</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Quais são os fundos investidores da Startup X hoje? • Como a Startup X encontrou estes fundos? • Como foi o processo de negociação entre a empresa e fundos? Quais os maiores desafios encontrados? 	<ul style="list-style-type: none"> • Quais são as empresas que o fundo investe hoje? • Como o fundo encontrou o Startup X? • Como foi o processo de negociação entre a empresa e o fundo? Quais os maiores desafios encontrados? 	<p>Caracterizar, através do estudo de caso da empresa Startup X SA, como são as etapas de negociação entre organização e fundos de capital</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Quais foram os impactos após a entrada dos investidores, a curto, médio e longo prazo? • Cite os pontos positivos e negativos após a entrada dos fundos investidores. 	<p style="text-align: center;">X</p>	<p>Analisar os impactos positivos e negativos gerados por uma organização impulsionada por fundos de capital</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Quais foram os métodos para o cálculo de valuation da empresa? • Quais são os documentos determinantes para o cálculo? • Foi utilizado referências teóricas? Se sim, quais? 	<ul style="list-style-type: none"> • Quais são os métodos utilizados para o cálculo de valuation das empresas? • Quais são os documentos determinantes para o cálculo? • Foi utilizado referências teóricas? Se sim, quais? 	<p>Analisar os métodos utilizados para o cálculo de valuation</p>

Fonte: Elaborado pelo autor

Em resumo, as entrevistas buscaram informações sobre o perfil de cada entrevistado, e sua história no fundo ou na empresa, validando a sua participação com a mesma, bem como sua interação nas negociações entre as duas, afim de selecionar os entrevistados com as características específicas para obter o conteúdo necessário para chegar nos resultados esperados. Após as perguntas classificatórias, as perguntas seguintes foram sobre os desafios encontrados nas negociações entre o fundo e a empresa, os impactos gerados, negativos ou positivos, após a entrada e o investimento do fundo, caracterização das etapas das negociações e a importância do *valuation*, além dos métodos utilizados para seu cálculo. Com o intuito de auxiliar na análise das respostas, as entrevistas foram gravadas e posteriormente transcritas, possibilitando a utilização de partes específicas das respostas para o desenvolvimento do estudo.

Os procedimentos metodológicos adotados neste estudo proporcionam uma base sólida para a compreensão das relações e negociações entre a Startup X e os fundos de investimento. No entanto, vale ressaltar que este estudo de caso possui limitações inerentes à natureza qualitativa da pesquisa, como a dificuldade de generalização dos resultados, visto que os resultados são baseados no ponto de vista e opiniões dos entrevistados específicos, sem uma grande amostragem. Porém, a análise dos dados coletados permitirá uma visão mais clara e aprofundada das dinâmicas e estratégias adotadas por ambas as partes, contribuindo para o conhecimento neste campo específico de estudo.

4 RESULTADOS ESPERADOS

4.1 Caracterização da Empresa

Para a realização deste estudo, foi solicitado que o nome da empresa não seja revelado, para preservação da marca. Desta forma, a caracterização da empresa será feita de forma superficial para evitar sua fácil identificação. Observando uma lacuna no mercado relacionada à gestão financeira de condomínios, os fundadores perceberam uma boa oportunidade a ser explorada. A percepção de que o setor condominial não tinha um sistema financeiro adequado impulsionou a ideia de criar um banco voltado especificamente para atender às necessidades dos condomínios. Inicialmente, a empresa foi concebida em 2019, quando a equipe fundadora começou a discutir e planejar o conceito da Startup X. Eles investiram seu próprio capital nesse estágio inicial e passaram cerca de um ano refinando a ideia, desenvolvendo o plano de negócios e contratando os primeiros membros da equipe.

Durante esse período, eles realizaram testes com condomínios-piloto para validar o conceito e aprimorar o produto. Essa fase foi crucial para estabelecer a cultura da empresa e entender as necessidades dos clientes. Em junho de 2020, a Startup X foi oficialmente lançada ao mercado, oferecendo uma solução financeira específica para condomínios, incluindo funcionalidades como prestação de contas automatizada. O crescimento inicial da empresa foi rápido e orgânico, com síndicos de diversos locais do Brasil adotando a plataforma, fazendo os fundadores perceberem a necessidade de captar recursos externos para alavancar o crescimento da Empresa.

Em 2021 vieram os primeiros investimentos externos na empresa. A Startup X realizou duas rodadas de *equity* com aportes dos primeiros VCs, em parceria com uma

aceleradora. Esses investimentos totalizaram R\$ 22,6 milhões. Em 2022, a startup captou dois Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs), no montante de R\$ 50 milhões. Já em 2023, a fintech somou o total de mais de R\$ 100 milhões em aportes. Após a captação de R\$ 30 milhões por uma gestora, a Startup X recebeu uma rodada série A de R\$ 72,3 milhões, feita por 4 outros novos investidores Venture Capital. Hoje a empresa possui um total de 7 investidores externos.

4.2 Desafios em busca de recursos

Assim como descrito por Caminha e Coelho (2020), em seu estágio embrionário, os primeiros investimentos da Startup X se deram por conta de seus fundadores, o chamado *bootstrap*. Arriscando seu capital próprio, nesta fase o desafio consistia na validação da ideia e do plano de negócio. Ao ser perguntado em que momento a empresa percebeu que teve seu crescimento limitado pela falta de recursos, o entrevistado B respondeu que:

“No pré-seed o projeto ainda está muito no papel. Ainda não faturou, não tem cliente, tem uma ideia. Por isso que é geralmente o FFF, que é onde o pessoal aporta muito mais no empreendedor do que propriamente no projeto. Só que daí já sofre uma diluição de um valuation bem barato. A gente tentou pular essa etapa buscando um recurso debit. Então, a gente fez contrair uma dívida no Finamp, através do Badesc, mas a gente não se diluiu. Então, o pré-seed nós captamos. Nós captamos através de dívida, de débito. No seed, daí, a gente já tinha uma base, um MVP. Então, a gente já tinha um produto validado, a gente já tinha um market fit. A gente já viu ali que vários clientes já estavam convertendo e a gente conseguiu sair ali de 30 para 300 muito rápido. Então, ali já demonstrou. Só que era o MVP. O aplicativo tinha suas limitações.” (Entrevistado B)

Segundo o entrevistado B, não seria interessante adquirir recursos externos nesta primeira etapa, pois haveria diluição dos fundadores com a empresa ainda com *valuation* baixo, por se tratar apenas de uma ideia. Ela ainda ressalta que nesta fase, com recursos próprios, mesmo que através de contração de dívidas, o principal objetivo é validar a ideia e o produto até alcançar o mínimo produto viável (MVP) para assim ir em busca de investidores afim de escalar o produto.

“Então, a primeira etapa, eu acho que é isso, sabe? Tu já tem uma ideia validada. Então, para conquistar o seed. Tu já tirou do papel, tu já tem o MVP, o mínimo produto viável e tu já testou algum market fit. Então, a segunda etapa é tu transformar esse MVP em um produto um pouco mais escalável. E foi aí que a gente fez. Inclusive, daí o que surgiu foi uma bridge. A bridge é um investimento-ponte que pode ocorrer entre esses estágios” (Entrevistado B)

O entrevistado A ainda ressaltou a importância da criação da cultura da empresa, já neste período embrionário.

“Então, ali naquele embrião é onde é formada a cultura da empresa. Então, mais que o produto que a gente estava construindo, mais que nossos planos, nossa ambição, nossos sentimentos, de que, existe uma tese aqui de e tem algo muito

grande por trás dela. Mais do que isso, a gente sabia que estava sendo construída a cultura ali.” (Entrevistado A)

Após o produto testado e validado, almejando agora investidores para escalar o produto, o entrevistado B enfatizou a importância não só de ter um plano de negócio promissor, mas ter uma equipe de pessoas e profissionais qualificados, ressaltando a confiança como principal fator para a captação de recursos nesta etapa.

“Quanto mais recente o dinheiro, mais a crença está no empreendedor do que propriamente no negócio. Quanto mais a empresa está madura, você acredita mais na empresa independente de quem esteja.” (Entrevistado B)

Segundo o entrevistado A,

“É muito uma relação de confiança, e tanto que os próprios investidores falam isso no mundo inteiro, que é, nesse estágio inicial da empresa, quando tem 10, 15, 20 pessoas, o dinheiro tá sendo investido naquele time. Nas pessoas. E não na empresa. Tanto que uma frase que é famosa no mercado é, um bom time, um produto mais ou menos, ou ruim, ele dá certo. Agora, um time mais ou menos, um produto muito bom, tende a não dar certo.” (Entrevistado A)

Ao ser questionado sobre qual influência do estágio da empresa na escolha dos fundos investidores, e quais as métricas e indicadores utilizados para definir o estágio, o entrevistado A argumentou:

“A gente tinha isso em termos de estágio, estágio inicial, estágio mais avançado e nessas fases de investimento. Seed, Series A, Series B, Series C, em frente, a gente balizava isso com a quantidade de clientes. Era a nossa métrica mais próxima. Então, a gente falava, olha, uns 100 clientes a gente começou aqui do zero, a gente vai até mil clientes, o Seed Round, foi o primeiro. Depois do mil, a gente vai pra 5 mil, e do 5 mil, a gente vai pra 10 mil. E aí, a gente fazia todo o nosso plano de crescimento sempre balizado na quantidade de clientes. a gente entende que mil clientes é isso aqui, é esse estágio. E mil clientes, potencialmente, vão gerar esses X milhões de receita. A gente fazia todo o nosso plano de crescimento sempre balizado na quantidade de clientes. Até porque, nosso produto era pioneiro no mundo, não tinha benchmark, não tinha nem como comparar muito. Então a gente estava criando as primeiras métricas do mercado.” (Entrevistado A)

Por se tratar de um produto inovador, o entrevistado A afirma que foi preciso criar as primeiras métricas do mercado, balizando seu plano de crescimento em números de clientes, o que se tornou um grande desafio, pois precisaria convencer os investidores de que esta métrica se tornaria em um potencial de receita futura.

Já para o entrevistado C, ao ser perguntado sobre métodos e indicadores utilizados para definir em qual estágio a empresa se encontra, e qual a influência do estágio na escolha da empresa a ser investida, respondeu que:

“Geralmente, o indicador principal, existe uma associação entre os investimentos realizados, os cheques e o estágio que ela está. Então, volumetria de dinheiro,

volumetria de faturamento. Eu uso alguns benchmarks também da Bessemer, você vai olhar um pouco o que o mercado está praticando em termos de primeiro cheque e quanto está faturando. E assim vai. Você vai pegando alguns indicadores para olhar. Mas eu não tenho uma... Ah, não, eu preciso qualificar essa empresa como early stage para investir. Não, eu não faço isso.” (Entrevistado C)

O argumento do entrevistado C comprova o desafio citado pelo entrevistado A, sendo que não havia benchmark, por se tratar de um produto pioneiro, e com faturamento ainda sem números expressivos, foi preciso utilizar métricas não usuais para convencer de que o produto teria potencial de crescimento.

Ao ser perguntado sobre quais foram os fatores determinantes para o investimento do fundo no Startup X, o entrevistado C respondeu:

“Mercado enorme e inexplorado. Time de alto nível. Então, tinha um time conhecedor do assunto. O produto era muito bem feito. A gente tinha uma noção de que o produto tinha um diferencial competitivo grande. Principalmente o produto financeiro. A gente sempre gostou dessa tese. E a avenida de crescimento também.” (Entrevistado C)

O entrevistado C concorda com o argumento do entrevistado B e A, mostrando a importância da confiança nos empreendedores, serem profissionais capacitados no assunto em questão, além de que é muito importante que os empreendedores consigam demonstrar o potencial de crescimento do produto. Os empreendedores e fundadores não somente precisam demonstrar a credibilidade na capacidade e qualidade da equipe, mas também precisam mostrar que a ideia e o produto realmente se mostram promissores, mostrando a importância do *pitch*, principalmente em estágios iniciais. Quando perguntado sobre a importância do *pitch* neste processo de crescimento da empresa, o entrevistado A respondeu:

“Chega a ser imprecificável. Se me perguntar quanto que ajudou, cara, muito. Não sei quanto, mas foi muito. Cada conversa dessa, cada crítica, e conversa fácil e conversa pesada. Teve das duas. Não lembro de ter saído de alguma call, de que, ah, essa call aqui não agregou em nada.” (Entrevistado A)

O entrevistado A ainda salientou que cada reunião com investidores tem sua relevância e sua participação no crescimento da empresa, mesmo investidores que acabam não investindo, mas geram *insights* tanto para melhoria do próprio discurso, quanto para melhorias do próprio produto. Ele ainda ressalta a importância da resiliência por parte do empreendedor, que precisa ter serenidade e frieza em entender que a maioria das respostas será negativa em relação aos recursos financeiros, mas é preciso ter sabedoria para aproveitar cada reunião como uma oportunidade de crescimento.

Ao ser perguntado sobre como encontrou os fundos investidores, o entrevistado A respondeu:

“A gente conhecia alguns de relacionamento prévios à Startup X, meu relacionamento ou de outro fundador. Conheci aquele fundo. Trabalhava naquela empresa que eles investiram. Então tinha um pouco dos dois. E outras era a conexão mesmo. Ou a gente mesmo na conexão fria. Consegui o número do “João”

ou consegui o LinkedIn do “João”, o e-mail dele e mandei o e-mail para ele apresentando para a Startup X. Alguns respondiam, outros não. E os que respondiam falavam, legal, quero conhecer. Então, teve esses dois *approachs*. Alguns mais frios, outros mais quentes. É legal que é uma rede de crescimento, de *network* puro, e que ela cresce totalmente sem controle. Então, isso nos levou alguns ganhos ao longo da trajetória até agora.” (Entrevistado A)

Segundo o entrevistado A, a rede de relacionamentos é a principal forma de conhecer novos investidores, e que estes contatos, até mesmo com investidores que acabam não investindo na empresa, pode gerar mais conexões e contatos, aumentando o *network* exponencialmente.

“Novos fundos que vão investir na Startup X, em que a gente está em negociação, clientes que a gente tem hoje na base, foram conexões da conexão da conexão. Foi um investidor nosso, ou alguém que não investi, isso aconteceu também, teve um investidor que falou não para a gente, e mesmo ele falando não, ele falou olha, para mim não é o momento, mas eu vou te apresentar uma pessoa de um outro fundo que talvez seja. É legal que é uma rede de crescimento, de *network* puro, e que ela cresce totalmente sem controle. Então, isso nos levou alguns ganhos ao longo da trajetória até agora.” (Entrevistado A)

4.3 Impactos após entrada de investidores externos

A entrada dos investidores pode proporcionar recursos e oportunidades valiosas para crescimento e profissionalização, porém também pode introduzir complexidades e desafios significativos na gestão e no controle da empresa.

“Uns agregam em produto, outros em controle financeiro e estruturação de produto, e outros em resultado, em vendas, em negócios, e fazer a empresa crescer mais rápido ainda. Além do dinheiro que eles investiram, eles trouxeram muita coisa imprecificável para a companhia. *Expertise*, conexões, muito além de dinheiro.” (Entrevistado A)

Para o entrevistado A, fica claro como a entrada dos investidores trazem benefícios que vão muito além de recursos financeiros, como *know-how* e *expertise*, conhecimento profundo do mercado imobiliário, finanças e tecnologia, ajudando a empresa a navegar e crescer no setor. Além disso, outro ponto relevante foi a rede de conexões. A entrada dos investidores facilitou a criação de uma ampla rede de contatos, o que gerou novos negócios, clientes e até outras oportunidades de investimento.

Segundo o entrevistado B,

“Eles trazem essa profissionalização, essa governança, eleva essa barra de governança bem interessante. Eu acho que esses são os principais pontos, claro, depois de você ter investidores, bons investidores, eles também chancelam essa empresa. Então, geram credibilidade, sim.” (Entrevistado B)

Outros pontos levantados pelo entrevistado B, são profissionalização e governança, e credibilidade, a presença de investidores renomados aumentou a credibilidade da empresa no mercado, facilitando futuras captações de recursos. Investidores de rodadas subsequentes se sentem mais confiantes ao ver que fundos respeitáveis já investiram na empresa.

Por outro lado, até mesmo o excesso de dinheiro pode ser um desafio. O entrevistado B cita que o excesso de capital pode trazer ineficiência à empresa. A disponibilidade excessiva de capital pode obscurecer a visibilidade sobre as entregas e o desempenho real da empresa, levando a uma estrutura organizacional inflada e a uma menor eficiência operacional.

“A gente teve acesso a muito capital. A gente tinha 9 C-Level, 10 C-Level, a gente tinha mais uma camada de gerência, um monte de gente trabalhando. Só que tu via que lá atrás, lá no fundo, tava pouquíssimo eficiente. Hoje, com muito menos pessoas, a gente consegue entregar muito mais. Isso é eficiência. Então, muito dinheiro pode atrapalhar, porque ele cega um pouco a tua visibilidade sobre as entregas.” (Entrevistado B)

Outros pontos de desafio mencionado foram o aumento da burocracia, ainda que sutil, mas o aumento de governança pode introduzir atrasos e processos burocráticos, além de que a presença de investidores gera a necessidade constante de reportar informações financeiras detalhadas, como faturamento, gastos, caixa disponível, entre outros. Essa demanda por relatórios e esclarecimentos pode aumentar a carga de trabalho e a pressão sobre a equipe administrativa.

“São investidores. O que o investidor faz? Ele bota um recurso pra daqui a alguns anos, daqui pra frente, ele retirar esse recurso 10 vezes mais, 100 vezes mais. Esse é o trabalho dele. Não é só botar o dinheiro lá e ficar curtindo a companhia e todos os passos que ela dá. Ele quer o retorno. Ele quer o retorno do capital, ele precisa dar o retorno. Esse é o trabalho dele. A companhia, como empresa, tem o trabalho de operar. O investidor tem o trabalho de investir e, enfim, rentabilizar. Então, o principal desafio é como que a gente alinha a visão, principalmente dos principais investidores, com o longo prazo da empresa. Com os produtos.” (Entrevistado A)

Segundo o entrevistado A, o principal desafio é o alinhamento. Investidores possuem diferentes visões e expectativas variadas sobre retornos e prazos, o que exige um esforço significativo para harmonizar essas perspectivas com a visão de longo prazo da empresa. Por vezes a escolha de investidores que não correspondem às mesmas visões, perspectivas e cultura da empresa, pode levar a atritos que podem até mesmo levar à falência.

“Tem que estar muito seguro disso. Saber tanto ou rebater e combater argumentos e resultados quanto não absorver. Ok, cada um tem o seu pensamento, mas eu tenho outro. A gente tem uma outra visão. Os investidores da Startup X que a gente mapeou, a gente conseguiu acessar eles e receber investimento, isso foi bom. A gente teve esse ponto de sucesso. Tem empresas que não conseguem, que não conseguem ou nem acessar o investimento ou não conseguem acessar aquele investidor que ela almejava e acabou acessando outro investidor que não tem nada a ver com a companhia, e às vezes a relação acaba muito mal e até acaba com a empresa. Então uma das maiores causas de empresas num estágio de Seed ou num

estágio de Series A falirem é a briga de sócios, é a briga de acionistas. É o desentendimento.” (Entrevistado A)

4.4 Importância do *valuation* nas negociações

Assim como Damodaran (2012), Assaf Neto (2008) e Póvoa (2007), ao ser questionado sobre a importância do *valuation* nas negociações com investidores, nos estágios iniciais, o entrevistado A reafirma como o *valuation* é fortemente baseado na confiança no time fundador. Investidores avaliam não apenas a ideia ou o produto, mas principalmente as pessoas envolvidas e suas capacidades de execução. A experiência e a solidez do time fundador são fundamentais para determinar o valor da empresa.

“O *valuation*, no estágio inicial, é muito qualitativo nas pessoas e pouco e menos qualitativo na empresa, no produto em si, até porque esse produto está sendo construído, e também no que ela vai entregar no futuro. Então, o *valuation*, ele é obrigatório. O ponto é, nesse estágio, ele não é racional.” (Entrevistado A)

O entrevistado C concorda com o argumento do entrevistado A, afirmando que suas métricas para a escolha de empresas à serem investidas baseia-se em entender profundamente a empresa e seu mercado, avaliar a capacidade e o desempenho da equipe, identificar a qualidade e a inovação do produto, e projetar as rotas de crescimento.

“A nossa tese era justamente essa. Escolher empresas a partir do momento que a gente tem disposição grande de tempo, consegue trabalhar com eles, consegue entender um mercado grande, um time de alta performance, um produto com um diferencial e rotas claras de crescimento.” (Entrevistado C)

O entrevistado C ainda ressalta que os estágios iniciais frequentemente oferecem maior potencial de crescimento, mas também apresentam maiores riscos, fazendo com que o valor esteja mais atrelado à confiança de uma equipe de qualidade do que em números e resultados, o que torna o *valuation* mais emocional e menos exato.

“Na prática, a gente tenta sempre procurar muito mais do que o estágio, é o potencial de crescimento. Então, normalmente o maior potencial de crescimento está nos estágios iniciais. Ou seja, ainda não está precificado o potencial da nossa empresa. E, obviamente, é um embute mais físico.” (Entrevistado C)

Ao ser questionado nesta mesma pergunta, o entrevistado B citou métricas mais exatas para o cálculo de *valuation*, porém, já para empresas mais maduras.

“Empresas maduras, tu geralmente utiliza o fluxo de caixa descontado. Quanto que essa empresa gera de caixa a uma taxa de juros, traz a valor presente, é o quanto que isso vale.” (Entrevistado B)

Da mesma forma que citado por Simão (2021), o entrevistado B argumenta que o *valuation* geralmente é calculado utilizando o fluxo de caixa descontado, que considera o quanto a empresa gera de caixa, trazido a valor presente com base em uma taxa de juros,

sendo a taxa selic um dos parâmetros. No entanto, segundo o entrevistado B, esse método não é aplicável para startups, pois elas geralmente não geram caixa no início.

“Startup não gera caixa. Principalmente no começo. Então, sempre é o potencial gerador de caixa. O potencial de gerador de caixa, quanto mais estágio, early stage, tu se apega em algumas métricas. Primeiro, lá no começo, é o quanto que esse investidor tá falando que vai chegar, vai crescer. Então, tu pega a quantidade de clientes, taxa de crescimento do faturamento.” (Entrevistado B)

Para o entrevistado B, o *valuation* de startups se baseia no potencial futuro de geração de caixa. Investidores analisam a taxa de crescimento do faturamento e o número de clientes como indicadores do potencial de crescimento, utilizando indicadores de mercado para contextualizar a empresa em relação ao que é praticado no setor, e benchmarks do mercado para avaliar práticas comuns, como o valor do primeiro cheque de investimento e o faturamento esperado para empresas em diferentes estágios.

Segundo o entrevistado C:

“Nada impede da gente olhar empresas um pouco mais maduras. Então, no caso da Startup X, a gente entrou em um estágio de apostar um pouco mais maduro. Já tinha várias perguntas respondidas e aí a grande dúvida era como crescer, como monetizar melhor.” (Entrevistado C)

Ao serem questionados sobre os indicadores utilizados para o cálculo do *valuation*, os entrevistados B e C mencionaram utilizar a mesma referência, os *benchmarks* da Bessemer Venture Partners, empresa americana de capital de risco e *Private Equity* com sede em São Francisco, Estados Unidos.

4.5 Negociações entre empresa e fundos

Na prática, os empreendedores estão em busca de recursos financeiros, profissionalismo, expertise, rede de contatos e *network*, e todos os pontos de crescimento que o investidor traz, já citados anteriormente. Para o investidor, a busca é por *equity*, ou seja, uma participação acionária na empresa. Desta forma, o grande ponto de negociação é o quanto o fundador está disposto a ceder de participação acionária, e por qual valor.

Segundo o entrevistado A:

“Existe, sim, um padrão de mercado de diluição. Quanto vai ser investido e quanto vai ser diluído de participação. Talvez, esses são os pontos negativos a partir do fundador. Ao longo da jornada, vai sendo diluído. Em base a esse padrão de mercado, o que geralmente acontece? Tem uma tabela de diluição por round. Geralmente, no round inicial de anjos e família investindo, a diluição é de x%. No round, no seed round, é de 20%. No series A, é de 15%. Então, tem já essa média de diluição ao longo das rodadas. Como um balizador. Não é uma média gravada e nem a regra é uma receita.” (Entrevistado A)

A diluição ocorre porque, à medida que a empresa recebe novos aportes financeiros, os investidores exigem uma parte proporcional da participação acionária, diminuindo a fatia

relativa dos fundadores. Existe um padrão de mercado bem estabelecido para essa diluição, que determina quanto será investido e quanto da participação dos fundadores será diluída a cada rodada de investimento, porém não é uma regra, havendo sempre uma negociação neste processo. Embora essa diluição possa ser vista como um ponto negativo do ponto de vista dos fundadores, o entrevistado A cita como um aspecto inevitável da jornada de crescimento de uma startup.

“O ponto é que, vai ter menos participação. Mas aí, eu volto para aquela realidade. Melhor ter 100% de nada ou de algo pequeno ou é melhor ter 10% de algo multibilionário, super grande e super transformador?” (Entrevistado A)

O entrevistado B ainda alerta sobre o desafio do momento em que ocorre esta diluição por parte do fundador, quanto mais cedo o investidor entrar, o fundador estará vendendo uma parte de suas ações da empresa à um *valuation* menor.

“Se tu pega dinheiro demais, acaba se diluindo demais talvez num momento errado. Porque a empresa tem um valuation e tu está vendendo a esse valuation. Se tu esperar um pouco mais, tu vai vender por um valuation muito maior.” (Entrevistado B)

No lado do investidor, quanto antes conseguir seu *equity*, maior será seu retorno futuro, porém, proporcional ao risco. O entrevistado C, ao ser perguntado como ocorreu as negociações com a Startup X, respondeu:

“Então a nossa abordagem é mais simplificada. Porque o que eu faço? Qual que é a nossa premissa? Eu digo, eu não vou discutir o valuation. Parabéns para você. O valuation você conseguiu capturar na próxima rodada. E vou te ajudar a fazer isso aí. E eu quero um desconto na tua próxima rodada. Então a gente negociou um desconto de 7,5% da operação que ele iria fazer. Eu nem sabia qual que era o valor dessa operação. E a gente negociou entrando nisso. Então a negociação é muito fácil. Porque na prática a gente operou um desconto em cima da rodada que estava se materializando.” (Entrevistado C)

Desta forma, segundo o entrevistado C, o fundo opta por não discutir o *valuation* inicial da empresa. Em vez disso, negocia um desconto para a próxima rodada de investimentos, quando o *valuation* possivelmente estará maior, além de ter este tempo de trabalho junto à empresa, possibilitando a avaliação se a empresa está alcançando o potencial de crescimento previsto anteriormente. Isso proporciona flexibilidade e segurança, se o *valuation* não for atraente, o fundo tem a opção de não investir. O fundo posiciona-se mais como um parceiro do empreendedor. Ajuda a estruturar a melhor operação possível para a empresa e, em troca desse suporte, recebe um desconto na próxima rodada de financiamento. Esse apoio pode incluir serviços de consultoria e estruturação de operações.

Outra métrica citada, é o múltiplo de receitas. Segundo o entrevistado A:

“Então, tem esse ponto da tabela de diluição. Um outro ponto que vem junto com essa tabela, geralmente nas conversas, é múltiplo de receita. E aí, também, por estágio, tem múltiplos lá, nesse estágio aqui, os investidores, geralmente, investem

a 15 vezes receita, a 20 vezes receita, a 30 vezes receita. Então, são múltiplos de receita que tentam balizar aquele racional de investimento.” (Entrevistado A)

Para o entrevistado A, esta abordagem é utilizada para avaliar o valor de uma empresa com base na sua receita (ou faturamento) anual. Esse método envolve a multiplicação da receita anual da empresa por um múltiplo específico do setor ou da indústria em que a empresa opera. Esse múltiplo é derivado de transações comparáveis de empresas semelhantes no mercado.

Segundo o entrevistado B:

“Hoje tá muito comum o faturamento vezes múltiplo. Então, quanto que tu tem de receita, de revenue, ARR, a Receita Anual, né? Vezes algum múltiplo. Mas isso em detrimento também, qual que é a tua queima de caixa pra poder gerar esse múltiplo? Né? Digamos, a minha receita é 15 mil por ano. Tá aí a tua queima. É 45. Mas, não faz sentido. Queimar 45 mil pra gerar 15 mil de receita? Tu guarda os 45, pô. Tu salvou 3 anos aí. Né? Então, tem um pouco dessas métricas.” (Entrevistado B)

Ao mencionar o método do múltiplo de receita, o entrevistado B alerta sobre a importância de considerar a queima de caixa da empresa (*cash burn*), ou seja, quanto dinheiro a empresa gasta para gerar a receita mencionada. No exemplo, a queima de caixa é de 45 mil reais para gerar 15 mil de receita, o que é visto como insustentável.

Também mencionando utilizar o utilizar o método de múltiplo de receita, o entrevistado C argumenta:

“Então a gente vai olhar quanto o múltiplo geraria para nós. E o prazo, probabilidade de liquidez. Então você vai falar se for uma curva ponta vai crescer de X milhões para tantos milhões de faturamento em 5 a 10 anos. Qual é o potencial dessa empresa ser comprada nesse intervalo. Por quanto seria essa compra? Ela vai ser comprada por duas vezes receita? Por uma vez receita? Por meia receita? E o que isso significa de múltiplo para nós? Se ultrapassar a nossa taxa anual de gasto a gente entra, se não ultrapassar a taxa.” (Entrevistado C)

Para o entrevistado C, o método avalia uma empresa projetando seu crescimento de receita, estimando a probabilidade e o valor de uma possível aquisição futura, e comparando esse valor com a taxa anual de gasto dos investidores para decidir sobre a viabilidade do investimento. Este método ajuda os investidores a determinar se o retorno potencial justifica o investimento, considerando tanto o crescimento da receita quanto o cenário de liquidez.

Para a Bessemer Venture Partner, citada como referência por todos os entrevistados, o conceito do método do múltiplo de receitas

“Para fundadores e executivos de empresas que buscam levantar fundos de VCs, entender qual múltiplo eles obterão é uma das maiores incertezas. Isso quase sempre depende de uma única coisa: crescimento. Nos mercados privados, os investidores geralmente estão dispostos a pagar adiantado pela aquisição de ARR (Receita Anual Recorrente), apostando na capacidade da empresa de "crescer" para justificar sua valuation — mas quanto maior o crescimento, mais rápido ela "cresce" para atingir esse número. Por exemplo, se uma empresa está crescendo 300% ao ano, um múltiplo de valuation de 40x se tornará um múltiplo de 10x em apenas um ano.

Como consequência, a regra geral é que taxas de crescimento mais altas exigem múltiplos mais altos.” (Bessemer Venture Partner)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo analisar como ocorreu o processo de maturação da startup Startup X S.A. a partir dos financiamentos dos fundos de investimentos. O caso específico da Startup X S.A foi escolhido por se tratar de uma empresa jovem, fundada em 2020, que já passou por diversos estágios e teve seu crescimento acelerado por investidores externos, estando próximo ao último nível de maturação de uma startup, com perspectivas de fazer o seu IPO e entrar para a bolsa de valores.

Através do relato de pessoas que estiveram diretamente ligadas às negociações entre a empresa e fundos, foi possível fazer uma análise detalhada de como ocorreu o crescimento da empresa através dos financiamentos externos, além de como os investidores trabalham este processo para ter os riscos minimizados e o retorno maximizado, e como ocorreu as negociações na prática e seus complexos desafios. Além de pessoas com participações nas negociações, os entrevistados são profissionais altamente qualificados e profundo conhecedores em suas áreas e no mercado específico, podendo ser mesclado a prática com referenciais teóricos utilizados no dia-a-dia e no decorrer das negociações.

Apesar de ter passado pelos estágios rapidamente, devido ao seu crescimento exponencial, a Startup X passou por alguns estágios descritos por Caminha e Coelho (2020), desde o *seed stage* ao *expansion stage*, com expectativas para abrir seu IPO e entrar para o *later stage* nos próximos anos. No estágio inicial, o investimento foi oriundo dos próprios fundadores, até perceberem seu crescimento limitado e ir em busca de investidores externos. Os desafios enfrentados pela Startup X na busca por recursos externos refletem um cenário comum para startups em fase inicial: a necessidade de validar a ideia e conquistar a confiança dos investidores. A confiança no time fundador e a capacidade de execução se mostraram fatores cruciais para a obtenção dos primeiros investimentos. As entrevistas realizadas indicam que, nesse estágio, os investidores apostam mais nas pessoas do que no produto, reconhecendo que um time de alta performance pode transformar uma ideia promissora em uma realidade de sucesso. capacidade dos empreendedores em demonstrar o potencial de crescimento do produto é fundamental para atrair investimentos.

A entrada de investidores externos trouxe à Startup X não apenas capital, mas também expertise, governança e uma valiosa rede de conexões. Estes elementos foram fundamentais para a profissionalização e crescimento acelerado da empresa. No entanto, a gestão desse crescimento apresenta novos desafios, como a necessidade de alinhar as expectativas dos investidores com a visão de longo prazo da empresa e evitar a ineficiência causada por um excesso de capital.

O *valuation*, um aspecto central nas negociações com investidores, variou conforme a maturidade da empresa. Nos estágios iniciais, ele é fortemente influenciado em fatores mais subjetivos, assim como descrito por Damodaran (2012), Assaf Neto (2008) e Póvoa (2007), como a confiança no time fundador e na visão de futuro, enquanto em fases mais avançadas, métodos como o fluxo de caixa descontado e múltiplos de receita são aplicados para avaliar o potencial de geração de caixa e crescimento sustentável. Porém, de acordo com o

entrevistado B, não vale a pena basear-se apenas em metodologia só *valuation*, ela muda conforme o mercado. Com isso, é importante estar atento aos movimentos dos *benchmarks* também.

Por fim, a trajetória da Startup X demonstra que a combinação de uma equipe qualificada, um produto inovador e o suporte estratégico de investidores pode transformar uma startup em uma empresa de alto impacto no mercado. No entanto, é essencial que os fundadores mantenham uma visão clara e estratégica, equilibrando o crescimento com a eficiência operacional, para sustentar o sucesso a longo prazo. O estudo de caso da Startup X SA exemplifica os complexos processos e desafios enfrentados por startups na busca de recursos e crescimento impulsionado por fundos de capital, buscando oferecer clareza e insights para outras startups e empreendedores que buscam navegar pelo complexo mundo dos investimentos de capital.

Para futuros estudos, sugere-se uma investigação comparativa entre startups de diferentes setores que passaram pelo processo de maturação acelerada, analisando como as particularidades de cada mercado influenciam a captação de recursos e a interação com investidores. Além disso, novos estudos poderiam explorar as estratégias de mitigação de riscos adotadas pelos investidores em diversos estágios de financiamento, bem como a influência das mudanças no mercado financeiro global sobre o *valuation* das startups. Outra vertente interessante seria a análise das startups pós-IPO, avaliando como a entrada na bolsa de valores afeta a governança corporativa, a inovação contínua e o desempenho financeiro a longo prazo. Esses estudos poderiam proporcionar uma compreensão mais abrangente e detalhada dos fatores críticos que contribuem para o sucesso sustentável de startups em diferentes contextos e fases de desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008

ABDI. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. (2010)

ALMEIDA, Mario de Souza. **ELABORAÇÃO DE PROJETO, TCC, DISSERTAÇÃO E TESE: Uma Abordagem Simples, Prática e Objetiva**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2014

BESSEMER VENTURE PARTNER, **Scaling to \$100 Million**. Disponível em: [Scaling to \\$100 Million - Bessemer Venture Partners \(bvp.com\)](https://www.bvp.com/)

BOSSAINVEST, **O Papel Vital do Early-Stage e Suas Tendências para Investidores**. Disponível em: <https://bossainvest.com/early-stage-para-investidores/>. Acesso em 03dez.2023.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo. **Captação de Recursos por Startups**. 1ed. São Paulo: Almedina, 2020

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar.

A indústria de private equity e venture capital: 1 censo brasileiro. São Paulo: FGV, 2005.

CARRILO, Ana Flávia. **Crescimento das Startups** Veja O Que Mudou Nos Últimos Cinco Anos. Fevereiro de 2020. Disponível em: <https://abstartups.com.br/crescimento-das-startups/> Acesso em: 02 jul. 2022.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas.** 2. ed. São Paulo: Atlas: 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações.** São Paulo: LTC, 2011 .

DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “A Indústria de PE/VC – Primeiro Censo Brasileiro”. Editora Saraiva.

GORINI, Marco; TORRES, Haroldo da Gama. **Captação de Recursos para Startups e Empresas de Impacto.** 1ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

KORTUM, Samuel; LERNER, Josh. **Does venture capital spur innovation?.** Emerald Group Publishing Limited, 2001.

Luna, M. B., Luna, P. de T. M., & Vaz, C. R. (2024). **Crítérios de decisão para o investimento em startups em estágios iniciais: uma análise estratégica.** Revista Produção Online, 24(1), 5214 <https://doi.org/10.14488/1676-1901.v24i1.5214>

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como Precificar Ações.** 2. ed. São Paulo: Globo, 2007.

Ramalho, C., Furtado, C. V., & Lara, R. (2011). **A industria de Private Equity e Venture Capital.** 2º Censo Brasileiro (1st ed.).

SIMÃO, Leonardo. **Startup Exponencial: O mapa da mina na captação de recursos para startups.** 1ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021.

SEBRAE. **Valuation: saiba quanto vale sua empresa.** 2015. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/conheca-o-valuation-e-saiba-quantovale-suaempresa,290732f8d0cbf410VgnVCM1000004c00210aRCRD#:~:text=Valuation%20%C3%A9%20um%20termo%20de,investimento%20nas%20a%C3%A7%C3%B5es%20da%20empresa.> Acesso em: 20 jun. 2022.

APÊNDICE A – INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

Questionário Startup X

QUESTÕES	OBJETIVO ESPECÍFICO
<ul style="list-style-type: none"> • Nome • Idade • Cargo na Empresa • Sua história na Empresa 	<p>Descrever o perfil do entrevistado</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Descreva um pouco sobre a empresa, sua história, como surgiu a ideia e seus passos iniciais • Ano de fundação • Cultura • Estrutura organizacional 	<p>Descrever a história da empresa</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Como foi o crescimento da empresa antes da entrada dos primeiros recursos? <ul style="list-style-type: none"> • Em que momento a empresa percebeu que teve seu crescimento limitado pela falta de recursos? • Como foi o processo decisório até concluir que seria necessário buscar recursos externos? • O estágio (<i>seed stage, early stage, expansion stage, later stage</i>) em que a empresa se encontra teve influência na escolha dos fundos investidores? • Quais foram os métodos e indicadores utilizados para definir em qual estágio a empresa se encontra? • Quais foram os diferentes desafios da empresa em cada diferente estágio pela qual a empresa passou? • Quais são os fundos investidores da Startup X hoje? • Como a Startup X encontrou estes fundos? • Como foi o processo de negociação entre a empresa e fundos? Quais os maiores desafios encontrados? 	<p>Descrever os possíveis desafios das organizações em busca de recursos</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Quais foram os impactos após a entrada dos investidores, a curto, médio e longo prazo? • Cite os pontos positivos e negativos após a entrada dos fundos investidores. 	<p>Caracterizar como são as etapas de negociação entre organização e fundos de capital</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Quais foram os impactos após a entrada dos investidores, a curto, médio e longo prazo? • Cite os pontos positivos e negativos após a entrada dos fundos investidores. 	<p>Analisar os impactos positivos e negativos gerados por uma organização impulsionada por fundos de capital</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Quais foram os métodos para o cálculo de valuation da empresa? • Quais são os documentos determinantes para o cálculo? • Foi utilizado referências teóricas? Se sim, quais? 	<p>Analisar os métodos utilizados para o cálculo de valuation</p>

Questionário Fundo de Investimento

QUESTÕES	OBJETIVO ESPECÍFICO
<ul style="list-style-type: none">• Nome• Idade• Cargo na Empresa• Sua história no Fundo	Descrever o perfil do entrevistado
<ul style="list-style-type: none">• Descreva um pouco sobre o fundo, sua história, como surgiu e seus passos iniciais e estado atual• Ano de fundação• Cultura• Estrutura organizacional	Descrever a história do fundo
<ul style="list-style-type: none">• Quais são as estratégias para a escolha de uma empresa a ser investida?<ul style="list-style-type: none">• O estágio (<i>seed stage, early stage, expansion stage, later stage</i>) em que a empresa se encontra tem influência na escolha da empresa?• Quais são os métodos e indicadores utilizados para definir em qual estágio a empresa se encontra?• Quais foram os principais fatores determinantes para investir na Startup X?	Descrever os desafios dos fundos em busca de empresas para investir
<ul style="list-style-type: none">• Quais são as empresas que o fundo investe hoje?• Como o fundo encontrou o Startup X?• Como foi o processo de negociação entre a empresa e o fundo? Quais os maiores desafios encontrados?	Caracterizar como são as etapas de negociação entre organização e fundos de capital
<ul style="list-style-type: none">• Quais são os métodos utilizados para o cálculo de valuation das empresas?• Quais são os documentos determinantes para o cálculo?• Foi utilizado referências teóricas? Se sim, quais?	Analisar os métodos utilizados para o cálculo de valuation