



EVENTO
ON-LINE



estga
universidade
de aveiro

ConBREpro

XIV CONGRESSO BRASILEIRO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

I CIGELUBRA

Congresso Internacional de Gestão e Engenharia Luso-Brasileiro

04 a 06 de dezembro de 2024

Energias Limpas nas Engenharias

Financiamento para *Startups*: O Papel dos Fundos de Investimento em Tecnologia

Alexandre Gomes de Oliveira

Departamento de Economia e Relações Internacionais – Universidade Federal de Santa Catarina

Samuel Antônio Pereira Lima

Departamento de Ciências da Administração – Universidade Federal de Santa Catarina

Ana Luiza Paraboni

Departamento de Ciências da Administração – Universidade Federal de Santa Catarina

Isabella Ferreira da Silva Bezerra

Departamento de Economia e Relações Internacionais – Universidade Federal de Santa Catarina

Resumo: O presente estudo analisa como ocorreu o processo de maturação da Startup X a partir dos financiamentos dos fundos de investimentos, destacando os desafios e as etapas multifacetadas enfrentadas por startups no processo de captação de recursos e crescimento acelerado com suporte de capital de risco. Foram entrevistados 3 profissionais com experiência nas negociações entre a empresa e o fundo, sendo 2 deles cofundadores, que participaram de todo o processo de crescimento da empresa, 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.

Palavras-chave: Fundos de investimento; Captação de recurso; Startup; Negociações.

Financing for Startups: The Role of Technology Investment Fund

Abstract: This study analyzes how the maturation process of Startup X occurred through investment fund financing, highlighting the challenges and multifaceted stages faced by startups in the process of fundraising and accelerated growth supported by venture capital. Three professionals with experience in negotiations between the company and the fund were interviewed, including two co-founders who participated throughout the company's growth process and an investor in Startup X during its early stages, providing the investor's perspective. The results reveal the challenges across different stages, impacts along the journey, and the synergy built between entrepreneurs and investors.

Keywords: Investment funds; Fundraising; Startup; 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. Nos estágios iniciais, esse desafio pode ser ainda mais significativo devido às complexidades econômicas e

regulatórias. Nesse contexto, os fundos de capital emergem como atores essenciais na promoção do crescimento, da inovação e do desenvolvimento empresarial no Brasil.

Fundos de capital são fontes essenciais de financiamento para *startups* em diversos estágios de crescimento. Para Simão (2021), captar recursos ou receber um investimento significa vender uma participação na empresa, em troca de investimento para 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.

De acordo com Simão (2021), os investimentos 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, **familiares e amigos** e **investidores-anjo** oferecem o primeiro suporte financeiro, baseado na confiança e no potencial da ideia. E, por esta proximidade, tem-se um modelo mais informal e simples, baseando-se principalmente na confiança entre as partes. Após a entrada da empresa no mercado e o registro de 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.

Nos estágios mais avançados de crescimento, 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 provado e testado pelo mercado. Segundo Caminha e Coelho (2020), *Private Equity* é o investimento que consiste na aquisição de participação societária em companhias de potencial inexplorado, financiando um choque de gestão, reestruturação de atividades ou finanças. Inicialmente focados em grandes empresas, investidores passaram a preferir *startups* de alto potencial, dando origem aos fundos de VC, uma ramificação do *Private Equity*. Esses fundos reúnem recursos de diversos investidores para aplicar em *startups* selecionadas e monitoradas por gestores especializados, acelerando seu crescimento até que alcancem maturidade suficiente para um *Initial Public Offering* (IPO).

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), os fundos de capitais aparecem como solução para este 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 (ABDI, 2010). Ademais, a agência ressalta como os fundos de capital são importantes não só para o crescimento de novas empresas, mas também para a fomentação de empregos e consequentemente o impulsionamento da economia de todo um país. Isto exposto, este estudo irá analisar a empresa Startup X, empresa com nome fictício para preservação da marca, que atua no ramo 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.

Assim, o presente estudo tem como objetivo analisar como ocorreu o processo de maturação da *startup* Startup X a partir dos financiamentos dos fundos de investimentos.

Para atingir esse objetivo, os seguintes objetivos específicos são propostos: descrever os desafios enfrentados pelas organizações em busca de recursos, caracterizar as etapas de negociação entre a Startup X e os fundos de capital, analisar os impactos positivos e negativos gerados por uma organização impulsionada por esses fundos e examinar os métodos utilizados para o cálculo de *valuation*. Com isso, busca-se 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.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Estágios de desenvolvimento

O primeiro estágio, chamado de **estágio embrionário (seed stage)**, marca o nascimento da ideia, que é quando a empresa está envolvida na pesquisa inicial, na validação da viabilidade do produto ou serviço e na estruturação do plano inicial (Caminha; Coelho, 2020). Nesta fase, é natural que os fundadores assumam os riscos das atividades e sejam os primeiros a investirem. Mas, como o capital próprio é limitado, faz-se necessário apoio financeiro externo e este apoio inicial frequentemente vem da classe de investimento "*family and friends*", ou seja, investimentos provenientes de círculos pessoais do empreendedor, que se baseiam na confiança e relação pessoal e que estão dispostos a assumir riscos que outros investidores podem evitar.

Além desta classe de investidor, uma boa ideia pode atrair indivíduos dispostos a arriscar seu capital para participar da empresa, os chamados investidores anjos (Caminha; Coelho, 2020). Esses investidores, além de recursos financeiros, oferecem orientação estratégica e uma ampla rede de contatos. O equilíbrio entre essas classes de investidores é essencial para garantir o crescimento sustentável e a inovação em *startups*.

Em seguida, tem-se o **estágio inicial**, o qual marca a transição da ideia para a formação da empresa, com foco no desenvolvimento do produto ou serviço e na busca por clientes (Caminha; Coelho, 2020). Nesse estágio, as fontes de investimento tendem a ser maiores e mais estruturadas, diferenciando-se do investimento-anjo principalmente pelo valor dos recursos aplicados.

Para Luna et al. (2024), este é o estágio em que as *startups* ainda estão desenvolvendo seus modelos de negócio. Nessa fase, os investidores precisam ter uma participação mais ativa nas decisões 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).

Para recursos financeiros, ainda há a alternativa do *Equity Crowdfunding* (financiamento coletivo) que permite que a *startup* receba pequenas contribuições financeiras de várias pessoas, em troca de recompensas ou participação acionária.

O terceiro estágio se refere ao estágio de expansão (**expansion stage**). Durante essa fase, Caminha e Coelho (2020) afirmam que os investimentos são direcionados para escalar o negócio. Aqui, os investidores tendem a se envolver oferecendo grandes somas de capital em troca de participação significativa na empresa e retornos expressivos. 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*.

O próximo estágio se refere ao **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 essas empresas levam tempo para se desenvolver e atingir o sucesso.

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. 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. A próxima etapa é a prospecção, na qual a *startup* deve identificar e contatar potenciais investidores de VC. Assim que identificado, os empreendedores terão a missão de atrair e convencer os investidores do potencial de sua 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.

Por fim, 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. 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. Perto do último degrau, antes de um IPO, é muito comum neste estágio a captação de recursos via fundos de *Private Equity*.

Para Simão (2021), o **Private Equity** (PE) 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. 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. Ainda 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. Outra fase comum de atuação deste fundo é a internalização, quando a empresa está buscando expandir suas operações para outros países.

2.2 Valuation

Quando se trata de fundos de investimento, compreender o processo de avaliação do valor das empresas, também conhecido como *valuation*, é essencial. 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* 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).

Valuation é o processo de avaliar empresas, que permite analisar a posição de uma empresa no mercado e prever o retorno esperado de um investimento em um projeto

específico (Sebrae, 2015). O propósito da avaliação não é determinar um preço exato, mas sim estabelecer uma faixa de valores para o ativo em questão (Póvoa, 2007).

Para Damodaran (2012), o conceito de *valuation* é definido como o processo de estimar o valor de uma empresa, 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. 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, ou seja, indicadores financeiros que relacionam o valor de uma empresa a um de seus indicadores operacionais, como lucro líquido, valor contábil ou faturamento. Já a abordagem intrínseca considera que o valor de uma empresa é igual ao valor presente dos seus fluxos de caixa futuros. 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 (Damodaran, 2012).

3. Procedimentos Metodológicos

O presente estudo adotará uma abordagem metodológica exploratória e descritiva, com foco na compreensão das relações e negociações entre *startups* e fundos de investimento em empresas de tecnologia. Trata-se de uma pesquisa qualitativa, que utilizará entrevistas semiestruturadas como principal método de coleta de dados.

As entrevistas semiestruturadas foram conduzidas presencialmente ou virtualmente, conforme a disponibilidade 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. Foram escolhidos dois entrevistados da empresa, sendo um deles diretor executivo (Entrevistado A), com uma visão mais ampla e externa à empresa, e outro sendo diretor de operações (Entrevistado B), com visão mais interna e técnica. E como terceiro entrevistado, foi selecionado um investidor profissional (Entrevistado C), gestor de um fundo que investe na empresa do estudo, trazendo a perspectiva do investidor nas negociações.

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 1 – Questões por objetivo específico.

(continua)

Questões - Startup X	Questões - Fundo de Investimento	Objetivos específicos
1. Como foi o crescimento da empresa antes da entrada dos primeiros recursos? 2. Em que momento a empresa percebeu que teve seu crescimento limitado pela falta de recursos? 3. Como foi o processo decisório até concluir que seria necessário buscar recursos externos? 4. O estágio (<i>seed stage</i> , <i>early stage</i> , <i>expansion stage</i> , <i>later stage</i>) em que a empresa se encontra teve influência na escolha dos fundos investidores? 5. Quais foram os métodos e indicadores utilizados para definir em qual estágio a empresa se encontra? 6. Quais foram os diferentes desafios da empresa em cada diferente estágio pela qual a empresa passou?	1. Quais são as estratégias para a escolha de uma empresa a ser investida? 2. O estágio (<i>seed stage</i> , <i>early stage</i> , <i>expansion stage</i> , <i>later stage</i>) em que a empresa se encontra tem influência na escolha da empresa? 3. Quais são os métodos e indicadores utilizados para definir em qual estágio a empresa se encontra? 4. Quais foram os principais fatores determinantes para investir na Startup X?	Descrever os desafios das organizações em busca de recursos

(conclusão)

Questões - Startup X	Questões - Fundos de Investimento	Objetivos específicos
7. Quais são os fundos investidores da Startup X hoje? 8. Como a Startup X encontrou estes fundos? 9. Como foi o processo de negociação entre a empresa e fundos? Quais os maiores desafios encontrados?	5. Quais são as empresas que o fundo investe hoje? 6. Como o fundo encontrou o Startup X? 7. Como foi o processo de negociação entre a empresa e o fundo? Quais os maiores desafios encontrados?	Caracterizar, através do estudo de caso da empresa Startup X, como são as etapas de negociação entre organização e fundos de capital
10. Quais foram os impactos após a entrada dos investidores, a curto, médio e longo prazo? 11. Cite os pontos positivos e negativos após a entrada dos fundos investidores.		Analisar os impactos positivos e negativos gerados por uma organização impulsionada por fundos de capital
12. Quais foram os métodos para o cálculo de <i>valuation</i> da empresa? 13. Quais são os documentos determinantes para o cálculo? 14. Foram utilizado referências teóricas? Se sim, quais?	8. Quais são os métodos utilizados para o cálculo de <i>valuation</i> das empresas? 9. Quais são os documentos determinantes para o cálculo? 10. Foram utilizado referências teóricas? Se sim, quais?	Analisar os métodos utilizados para o cálculo de <i>valuation</i>

Fonte: Elaborado pelos autores

4. Resultados

Para a realização deste estudo, será mantido o anonimato da empresa, preservando sua identidade e marca. Observando uma lacuna no mercado, os fundadores da Startup X perceberam uma boa oportunidade a ser explorada. A percepção da falta de um sistema adequado para o setor condominial motivou a ideia de criar uma plataforma virtual (aplicativo) voltada às necessidades dos condomínios. A empresa foi concebida em 2019 e no estágio inicial passou-se cerca de um ano refinando a ideia, desenvolvendo o plano de negócios e montando a equipe inicial.

Durante esse período, foram realizados testes para validar o conceito e aprimorar o produto. Essa fase foi fundamental para estabelecer a cultura da empresa e entender as necessidades dos clientes. O crescimento inicial foi rápido, orgânico e com uma grande demanda pela plataforma, fazendo os fundadores enxergar a necessidade de captar recursos externos para alavancar o crescimento da empresa.

Em 2021, vieram os primeiros investimentos externos na empresa. A Startup X recebeu R\$ 22,6 milhões em duas rodadas de *equity* com VCs, em parceria com uma aceleradora. Em 2022, captou, um montante de R\$ 50 milhões via Fundos de Investimentos e, em 2023, a *fintech* somou mais de R\$ 100 milhões em aportes, incluindo uma rodada Série A de R\$ 72,3 milhões, feita por 4 outros novos investidores VC. E, atualmente, a empresa conta com 7 investidores externos.

4.1 Desafios em busca de recursos

Assim como descrito por Caminha e Coelho (2020), a Startup X, em seu estágio inicial, foi financiada pelos próprios fundadores, o chamado *bootstrap*. Arriscando capital próprio, nesta fase o desafio consistia na validação da ideia e do plano de negócio. Quando questionado sobre o momento em que a empresa percebeu o 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 através de dívida. No seed, daí, a gente já tinha uma base, um MVP. Então, a gente já tinha um produto validado, 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. 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. Ressalta ainda que nesta fase, com recursos próprios, mesmo que através de contração de dívidas, o principal objetivo era validar a ideia e o produto até alcançar o Mínimo Produto Viável (MVP) para assim ir em busca de investidores a fim de escalar o produto.

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 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 profissionais qualificados e a confiança como principal fator para a captação de recursos nesta etapa. 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, que 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 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 ser um produto inovador, o entrevistado A afirmou que foi preciso criar as primeiras métricas, focando no número de clientes. O desafio agora era convencer os investidores de que essa métrica geraria receita futura.

Já para o entrevistado C, investidor profissional, 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.” (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. Sobre quais foram os fatores determinantes para o investimento do fundo na 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. A gente sempre gostou desta tese. E a avenida de crescimento também.” (Entrevistado C)

O entrevistado C concorda com os entrevistados B e A sobre a importância da confiança nos empreendedores, destacando a capacitação profissional e a capacidade de demonstrar o potencial de crescimento do produto.

4.2 Negociações entre empresa e fundos

Na prática, os empreendedores estão em busca de recursos financeiros, profissionalismo, expertise, *network* e todos os pontos de crescimento que o investidor traz. 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, reduzindo a fatia dos fundadores. Embora, haja um padrão de mercado para essa diluição de participação societária, não é uma regra, sempre há uma negociação neste processo.

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. [...] Eu digo, eu não vou discutir o *valuation*. 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. Esse tempo de trabalho permite avaliar se a empresa está atingindo seu potencial de crescimento, e isso proporciona flexibilidade e segurança, se o *valuation* não for atraente, o fundo pode optar por não investir. O fundo atua como parceiro do empreendedor, ajudando a estruturar a melhor operação possível e, em troca, recebe um desconto na próxima rodada de financiamento, que pode incluir

serviços de consultoria e estruturação. Outra métrica citada é o múltiplo de receitas. Segundo o entrevistado A:

“Um outro ponto que vem junto 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)

Esse método envolve a multiplicação da receita anual da empresa por um múltiplo específico do setor 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 muitas 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?” (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 método de múltiplo de receita, 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 compara 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.

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, ou em resultado, em vendas, em negócios, e fazer a empresa crescer mais rápido ainda. Além do dinheiro que eles investiram, trouxeram muita coisa imprecificável. *Expertise*, conexões, muito além de dinheiro.” (Entrevistado A)

Para o entrevistado A, fica claro como a entrada de investidores traz benefícios, que vão muito além de recursos financeiros, como *know-how* e *expertise*, conhecimento profundo do mercado imobiliário, finanças e tecnologia, ajudam a empresa a navegar e crescer no setor. Além disso, proporcionam também uma ampla rede de contatos, gerando novos negócios, clientes e até outras oportunidades de investimento.

Outros aspectos levantados pelo entrevistado B são profissionalização, governança e credibilidade. Investidores de rodadas subsequentes se sentem mais confiantes ao ver que fundos respeitáveis já investiram nela. 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, levando a uma estrutura organizacional inflada.

“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 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 a visibilidade sobre as entregas.” (Entrevistado B)

Outro desafio mencionado foi o aumento da burocracia, ainda que sutil. Um aumento de governança introduz atrasos e processos burocráticos, além de que a presença de

investidores exige constantes reportes de informações financeiras detalhadas. Essa demanda por relatórios pode aumentar a carga de trabalho e a pressão administrativa.

“São investidores. O que o investidor faz? Ele bota um recurso pra daqui a alguns anos 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 demanda um esforço para harmonizar essas perspectivas com a visão de longo prazo da empresa. A escolha de investidores que não correspondem às mesmas visões 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. 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 nem acessar o investimento ou não conseguem acessar aquele investidor que ela almejava e acaba 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

Ao ser questionado sobre a importância do *valuation* nas negociações com investidores, nos estágios iniciais, o entrevistado A reafirma a importância da confiança no time fundador. 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, afirmando que suas métricas para a escolha de empresas a serem investidas baseiam-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 explica que o *valuation* geralmente é calculado pelo fluxo de caixa descontado. No entanto, ele ressalta que esse método não se aplica a *startups*, já que geralmente não geram caixa no início.

“*Startup* não gera caixa no começo. Então, sempre é o potencial gerador de caixa. Quanto mais em *early stage*, mas tu se apegas em algumas métricas. Primeiro 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, utilizando indicadores de mercado e *benchmarks* para comparar 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*.

5. Considerações Finais

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

Embora tenha crescido exponencialmente, a Startup X passou por vários estágios, desde o *seed stage* ao *expansion stage*, com expectativas de IPO e entrada no *later stage* nos próximos anos. Inicialmente, os fundadores financiaram a empresa até perceberem a necessidade de buscar investidores externos. Os desafios enfrentados pela Startup X refletem uma realidade comum para *startups* em fase inicial: a necessidade de validar a ideia e conquistar a confiança dos investidores. A confiança no time fundador e sua capacidade de execução foram essenciais para garantir os primeiros aportes. As entrevistas feitas apontam que, nessa fase, os investidores apostam mais nas pessoas do que no produto e reconhecem que um time de alta performance pode transformar uma ideia promissora em uma realidade de sucesso.

A entrada de investidores externos trouxe capital, expertise, governança e uma valiosa rede de conexões. Estes elementos foram essenciais para o crescimento acelerado da empresa, mas também trouxe 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, 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, pois ela muda conforme o mercado. Com isso, é importante estar atento aos movimentos dos *benchmarks* também.

Por fim, a trajetória da empresa mostra 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. Entretanto, é essencial que os fundadores mantenham uma visão clara e estratégica, equilibrando o crescimento com a eficiência operacional, para um sucesso a longo prazo. O estudo de caso da Startup X exemplifica os complexos processos e desafios enfrentados por *startups* na busca de recursos e crescimento impulsionado por fundos de capital, oferecendo *insights* para outros empreendedores que estão buscando investimentos de capital.

Para futuros estudos, sugere-se comparar *startups* de diferentes setores que passaram por maturação acelerada, analisando como as particularidades de cada mercado influenciam a captação de recursos e a interação com investidores. Além disso, seria relevante explorar as estratégias de mitigação de riscos adotadas pelos investidores em diferentes estágios de financiamento e a influência das mudanças globais no mercado financeiro sobre o *valuation* das *startups*.

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)

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

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

CARVALHO, Antonio Gledson; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: 1 censo brasileiro**. São Paulo: FGV, 2005.

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.

Luna, M. B., Luna, P. de T. M., & Vaz, C. R. (2024). **Critérios 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.

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://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/conheca-o-valuation-e-saiba-quanto-vale-sua-empresa,290732f8d0cbf410VgnVCM1000004c00210aRCRD>.