



**O CAPITAL DE RISCO APLICADO EM *START-UPS* NO BRASIL:
 UMA REFLEXÃO SOBRE O ECOSISTEMA DOS EMPREENDIMENTOS
 INOVADORES A PARTIR DA VISÃO DO INVESTIDOR
 THE VENTURE CAPITAL APPLIED IN START – UPS IN BRAZIL
 A REFLECTION ABOUT THE INNOVATIVE ENTREPRENEURSHIP
 ECOSYSTEM UNDER INVESTORS FOCUS
 EL CAPITAL DE RIESGO EN START – UPS EN BRASIL
 UNA REFLEXIÓN ACERCA DEL ECOSISTEMA DE LOS EMPREDIMIENTOS
 INNOVADORES MEDIANTE EL PANORAMA DEL INVERSOR**

DOI: 10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p97-120

Miller Gazolla Correa de Sá

Graduado em Administração pela Universidade Federal de São João Del Rei
 Especialização em Mercado de Capitais pela PUC MG
 Analista de Promoção de Investimento – Agência de Promoção de Investimento e Comércio
 Exterior de Minas Gerais (INDI)
 Rua Coronel Emílio Martins, 333, Santa Amélia, Belo Horizonte -MG
 millercorrea@gmail.com

RESUMO

Este artigo aborda a conjuntura do capital de risco no Brasil, com ênfase no investimento em empresas recém-criadas ou em fase de desenvolvimento, de conteúdo inovador e com grande potencial de crescimento, popularmente conhecidas como Start-Ups. O objetivo do artigo é delinear um panorama dos investimentos em venture, seed e angel, a partir de um contexto histórico do capital de risco, desde sua origem no país, até seu perfil nos tempos atuais. O artigo apresenta a evolução dos investimentos em private equity no Brasil, os primeiros fundos de venture capital e a introdução da modalidade que é a essência do objeto, os investimentos anjo. O foco principal é apresentar e discutir, sob o aspecto do investidor, como ocorre o investimento de risco em Start-Ups no Brasil, e mostrar as potencialidades e oportunidades dessa modalidade de investimento.

Palavras-chave: Start-Ups; Investimento Anjo; Capital de Risco; Venture Capital.

ABSTRACT

This article presents the conjecture of the venture capital in Brazil, emphasizing on recently created companies or on developing state, with innovator content and great growth potential, popularly Known by Start-Ups. The purpose is to outline an overview of the investments in venture, seed and angel, starting by historic context, since origin, until nowadays feature. The article shows the investments evolution in private equity in Brazil, the first venture capital funds and the introduction of this investment category, which is the essay of the subject, the

Recebido em 29.09.2016. Recomendado para publicação em 21.11.2016. Publicado em 16.01.2017



angel investing. The main focus is the presenting and discussing, at investor view, how venture investment works on Start-Ups in Brazil, showing the strengths and opportunities of the investment category.

Keywords: Start-Ups; Angel Invest; Venture Capital.

RESUMEN

Este artículo aborda la actual situación del capital de riesgo en Brasil, con destaque en la inversión en empresas jóvenes o en fase de desarrollo, de contenido innovador y con gran potencial de crecimiento, popularmente conocidas como Start-Ups. El objetivo del artículo es definir un panorama de los inversores en venture, seed y angel, a partir de un entorno histórico del capital de riesgo desde su origen en el país, hasta su perfil en estos tiempos. El artículo muestra la evolución de las inversiones en private equity en Brasil, los primeros fondos de venture capital y la introducción de la modalidad, que es la esencia del objeto, los angel investmentment. El punto de enfoque es exponer y discutir, acerca del aspecto del inversor, como se produce la inversión de riesgo en Start-Ups en Brasil y referenciar las potencialidades de esta modalidad de inversión.

Palabras clave: Start-Ups; Angel Investment; Capital de Riesgo

1 INTRODUÇÃO

Contando com uma das maiores taxas de empreendedorismo do mundo – aproximadamente 35% da população adulta, de acordo com os dados da nova pesquisa da *Global Entrepreneurship Monitor*, o Brasil detém uma cultura favorável à atividade empreendedora. Segundo a referida pesquisa, cerca de 55% da população brasileira percebe alguma oportunidade de empreender na região onde vivem, motivando a iniciativa de transformarem tal oportunidade em um negócio próprio, fato que consagra o Brasil a ter uma posição de destaque na taxa de abertura de novos negócios no mundo, 17,12%, notadamente elevada, maior do que a dos Estados Unidos e da China, com taxas de 13,8% e 15,5%, respectivamente.

Ainda de acordo com a pesquisa da *Global Entrepreneurship Monitor*, variações da taxa de abertura de novos negócios podem ser parcialmente explicadas pelo contexto cultural. A exemplo do americano, o brasileiro possui uma forte propensão a se engajar em uma atividade empreendedora, diferentemente do indiano, onde a cultura local é menos encorajadora a esse tipo de iniciativa. A pesquisa, no entanto, aponta que o Empreendedorismo no Brasil envolve negócios triviais, com pouca ou nenhuma aceção inovadora, corroborando com os dados da PINTEC (Pesquisa de Inovação Tecnológica) coletados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, os quais demonstram que o protagonismo privado em investimentos em inovação e, conseqüentemente, na cultura

do risco como compensação da possibilidade de retorno é baixo: 0,55% do PIB para ser mais preciso, contra 1,87% dos Estados Unidos e 2,45% na Coréia do Sul. Entre as causas para o baixo índice de conteúdo inovador em novos negócios no país, estão a baixa qualidade da educação, falta de mecanismos que promovam e incentivem a transferência e a adequação da tecnologia desenvolvida nos centros de pesquisa e desenvolvimento para o mercado, e acesso a financiamentos e investidores para desenvolvimento de um novo produto ou serviço com alto risco de mercado. Este último vem sendo cada vez mais atenuado com a atuação das entidades promotoras do investimento com potencial de impacto na criação de empresas inovadoras, como a Fundacity e SPVentures. Tais entidades viabilizam a transformação grandes ideias em negócios, oferecendo oportunidades de conexão entre os empreendedores e provedores de *funding* para os projetos, que se tornam sócios das empresas.

É justamente sobre essa questão, os fatores que levam os capitalistas de risco a investirem em empresas com potencial de geração de valor no Brasil, que o presente artigo pretende versar.

O enfoque inicial será a contextualização do capital de risco no Brasil, definindo as modalidades de financiamento de *Start-ups* e seu papel na alavancagem dos negócios. Em seguida, será apresentado um panorama sobre o ecossistema de *Start-ups* no Brasil e sua interação com os investidores, apresentando eventuais riscos e retorno ao se destinar capital para o financiamento ou aquisição de novas empresas, em especial de *Start-ups*. A terceira seção do artigo será dedicada à exposição das respostas obtidas nas entrevistas realizadas com importantes agentes do ecossistema de *Start-Ups* no Brasil, sobre fatores que incentivam e que obstruem o acesso e a aplicação do capital de risco pelos empreendedores de *Start-ups* no Brasil. Por fim, as considerações finais conduzirão a uma reflexão em torno de uma mobilização geral, de agentes públicos e privados, em prol do estímulo ao desenvolvimento dos empreendimentos de conteúdo inovador no país.

2 O CAPITAL DE RISCO NO BRASIL

A trajetória do capital de risco no Brasil começou na década de 1970, marcada, nesse período, principalmente por iniciativa do Governo. Pavani (2003) organiza a evolução da indústria do capital de risco no Brasil em três fases: Origem (1970-1980), Estruturação (1981-1994) e Crescimento (a partir de 1995).

Origem (1970-1980): Período em que as tentativas de se criar uma indústria de capital de risco eram focas em projetos de grande porte e não as pequenas e médias empresas. As iniciativas foram patrocinadas basicamente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP). A Finep criou em 1976 o Adten (Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional), que previa diversas modalidades de financiamento de risco através de debêntures, ações, empréstimos amortizáveis por meio de *royalties*, amortizações ligadas ao sucesso etc. Por conta da carteira deficitária, o programa foi encerrado em 1991. Em 1974, o BNDES criou três subsidiárias voltadas para o financiamento de empresas: Mecânica Brasileira S.A (Embramec), Insumos Básicos S.A (Fibase) e Investimentos Brasileiros S.A (Ibrasa). Estas subsidiárias tinham como objetivo o apoio a setores importantes para a política industrial do governo Geisel. As operações destas três subsidiárias, no entanto, concentraram –se em empresas maiores e mais organizadas. Poucas pequenas e médias empresas receberam aportes financeiros.

Estruturação (1981-1994): As iniciativas mais importantes foram as do BNDESPar, Brasilpar e CRP, que se tornaram referência para o mercado e viabilizaram a retomada da atividade a partir de 1994.

O BNDESPar, como investidor de fundos, buscou desenvolver as companhias regionais de capitais de risco. Através da forma de aporte de recursos no fundo com participação minoritária, o fundo regional deveria buscar outros sócios para compor o capital. Porém, por conta da instabilidade econômica, esta linha de apoio foi bastante restrita, mas se intensificou a partir de 1994. Como investidor direto, a atuação do BNDESPar ocorreu em duas linhas:

1. Investimentos diretos;
2. Através do Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (Contec), um condomínio sem personalidade jurídica e de natureza escritural, criado pela organização em 1991.

Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (Contec)

Objetivo	Estimular o desenvolvimento tecnológico no Brasil e fortalecer as pequenas e médias empresas que desenvolvam tecnologia
Forma de operação	Subscrição de ações ou debêntures conversíveis
Características das empresas	Privadas Faturamento líquido anual de até R\$ 7 milhões no último exercício Produtos ou processos tecnologicamente diferenciados Atuação em nichos de mercado promissores Vantagens competitivas em seu mercado Perspectiva de rápido crescimento e elevada rentabilidade Gestão idônea e eficiente
Características do aporte	Aporte máximo de R\$ 1 milhão por empresa Participação máxima de 30% do capital futuro
Forma de acesso das empresas ao Programa	As empresas deverão apresentar Plano de Negócios detalhado, abordando aspectos técnicos, econômico-financeiros, societários, organizacionais, jurídicos e mercadológicos

Fonte: BNDES – www.bndes.gov.br, em 10/12/2001

A Brasilpar é considerada a primeira empresa da indústria de capital de risco no Brasil. Criada em 1975, como empresa de participação com conceito de banco de negócios. Em 1980 modificou sua estrutura operacional, corpo acionário e objetivos, de forma a se tornar uma empresa de capital de risco. Os novos acionistas aportaram US\$ 10 milhões, que se somaram aos US\$ 4 milhões administrados e, naquele momento, já investidos. A maior parte de suas operações destinaram-se ao setor de tecnologia da informação, no qual a Brasilpar assumiu o controle de várias empresas. Nos anos 1990, concentrou seu foco em serviços financeiros. As atividades de capital de risco foram assumidas pela *WestSphere* do Brasil, com a qual a Brasilpar mantém acordo operacional.

A CRP – Companhia de Participações é vista pelo mercado como uma das precursoras do capital de risco no país. Foi criada por Ary Burger, em 1981, com investimentos de grandes grupos privados do Rio Grande do Sul e público através do Banco de Desenvolvimento do Sul (Badesul). De 1990 a 1995, recebeu investimentos do *Internacional Investment Corporation* (IIC), subsidiária do BID, da BNDESPar e do *International Finance Corporation* (IIC)/Banco Mundial. Até 1995, realizou investimentos em 23 empresas, no

valor de US\$ 7,5 milhões. O investimento médio por empresa foi de US\$ 320 mil. Atua, ainda hoje, sendo a mais antiga empresa de capital de risco em atividade no país.

É importante destacar que durante o período de Estruturação (1981 – 1994) houve significativos avanços na legislação regulatória, com amplo destaque para a Instrução 209 da CVM, publicada em 25 de março de 1994, a qual dispõe sobre a constituição, o funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, oferecendo condições para a criação de alguns fundos atuantes até os dias de hoje. Tal regulamentação foi projetada estabelecendo os perfis das figuras do investidor, do administrador e da empresa, sendo o investidor, aquele de perfil institucional, ou seja, grandes empresas, grandes fortunas, investidor estrangeiro e entidades já participantes do mercado. O mecanismo de liquidez foi o de negociação das cotas em mercado secundário. O administrador dos fundos é o representante dos investidores e, ao mesmo tempo, o empresário capaz da alocação mais eficiente dos investimentos e acompanhamento na fase pós-investimento. A empresa é “emergente”, média ou pequena, com alto potencial de crescimento. A Instrução 209 forneceu bases legais para o desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil, abrindo a possibilidade de investimento em empresas não listadas em bolsa por investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras.

O mecanismo utilizado foi o de permitir que as cotas do fundo de empresas emergentes possam ser negociadas em bolsa de valores, possibilitando liquidez aos investidores institucionais. No que se refere à tributação, os fundos constituídos sob a instrução CVM 209 são tributados como outros de renda variável (imposto de renda sobre ganho de capital).

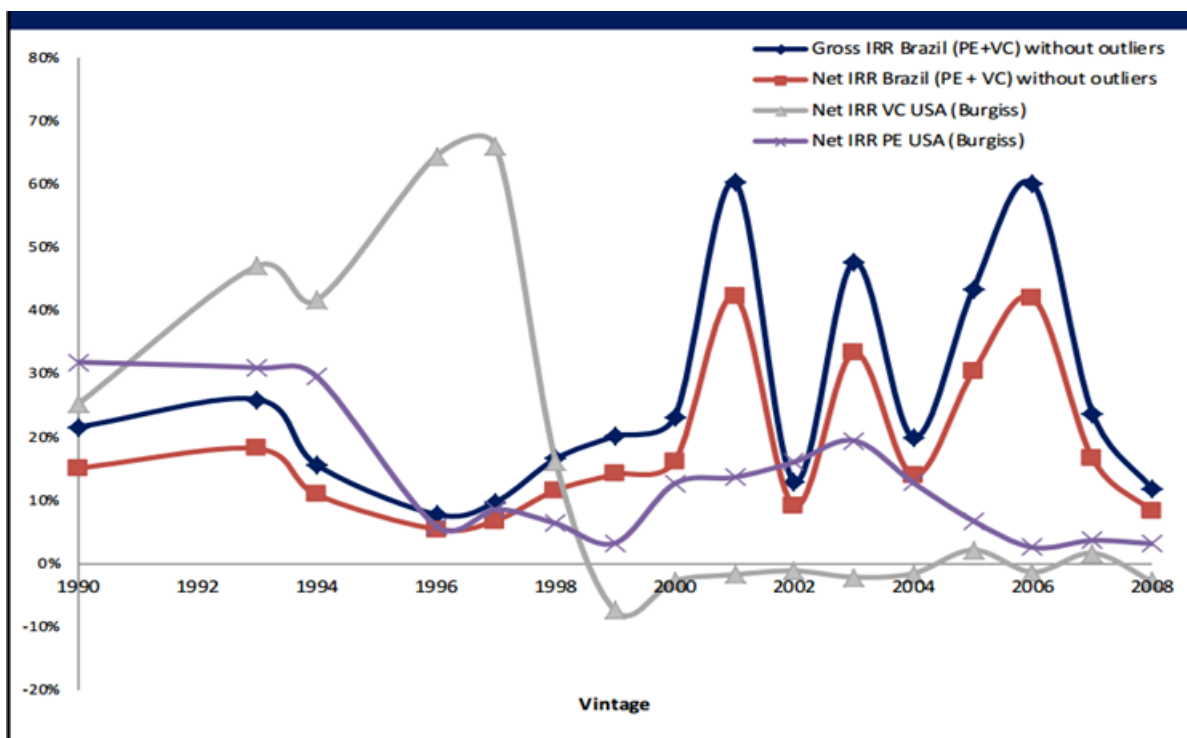
Apesar de não ser uma legislação que trate as questões dos Fundos de Capital de Risco, foi a que se mostrou mais adequada para fundos que começaram a ser criados no Brasil com a participação de recursos públicos, como aqueles patrocinados pelo BNDES e Finep, de instituições paraestatais (Sebrae, Sesi, Senai, etc.) ou de fundos de pensão brasileiros.

Crescimento (a partir de 1995): A partir de 1995 a indústria de capital de risco no Brasil teve um crescimento sem precedentes em sua história. Aumentaram significativamente o número de fundos atuantes, a quantidade de operações realizadas e o valor investido. Tamanho crescimento levou a criação, em julho de 2000 da Associação Brasileira de Capital

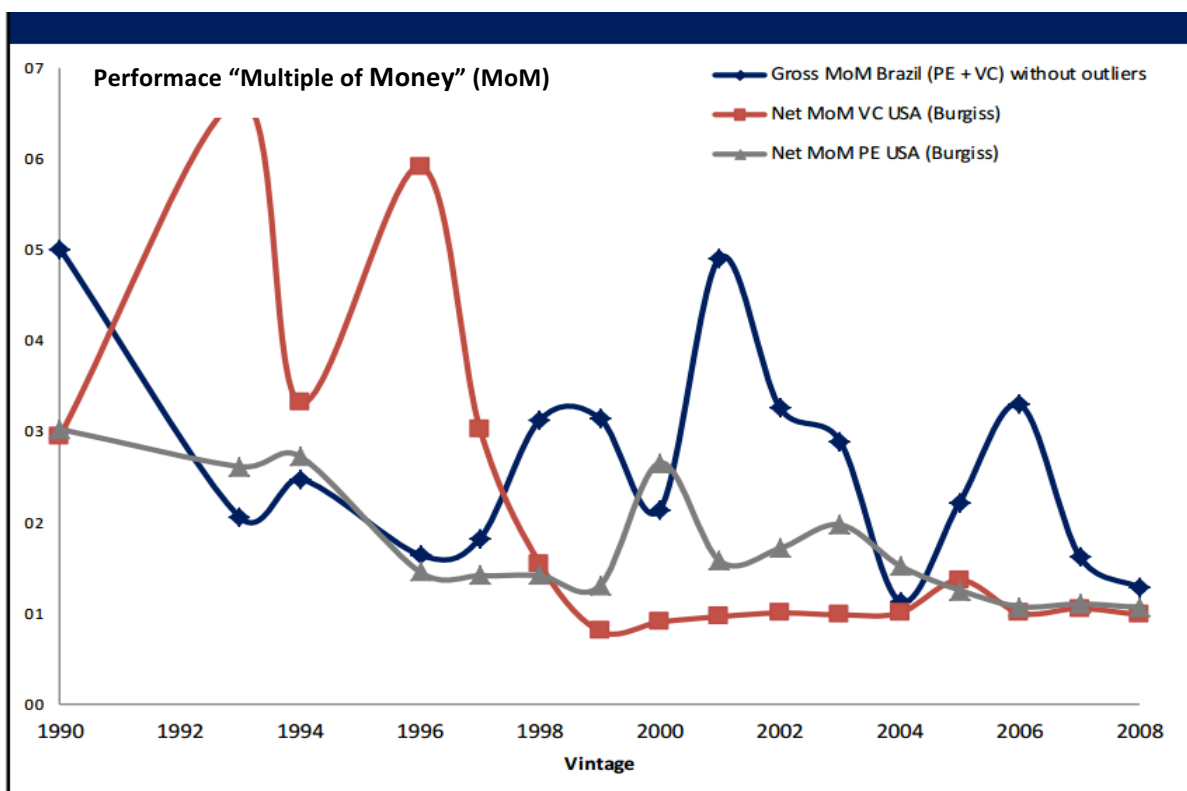
de Risco (ABCR) com a missão de representar as principais fontes de recursos para o capital de risco no Brasil, dedicando-se à promoção dessa indústria em benefício dos seus investidores, empreendedores, associados, outros participantes e da economia como um todo. A ABCR também visa cooperar com entes integrantes da administração pública e instituições privadas, nacionais ou estrangeiras, técnica e consultivamente, no estudo e solução de questões relacionadas com as atividades desenvolvidas por seus associados.

De acordo com Bassani (2015), de 1999 a 2005, a indústria de capital de risco no Brasil iniciou seu primeiro período de amadurecimento, através da introdução de novas gestoras no mercado, além da captação de fundos de tamanhos expressivos. Em paralelo, houve o renascimento do mercado de capitais local, o que favoreceu a indústria de PE/VC e impulsionou a entrada de gestoras internacionais no país. De maneira geral, os fundos de PE e VC no Brasil passaram a performar melhor que os dos EUA, como mostram as pesquisas do Inspec/Spectra.

Performance Taxa Interna de Retorno (IRR)



O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema do Empreendedorismo Inovador sob a perspectiva do Investidor

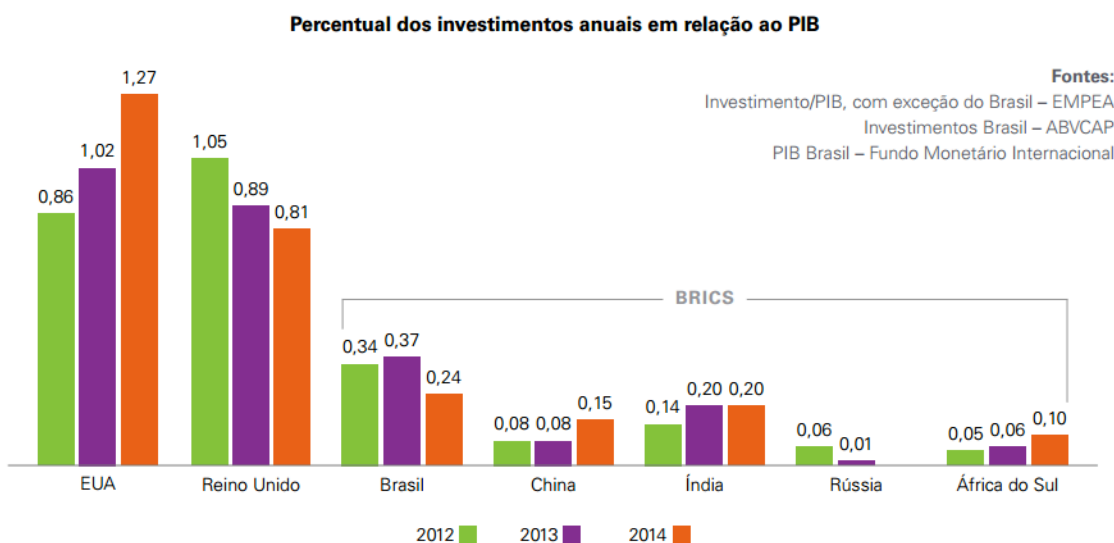


Fonte: Insper/Spectra 2013

Entre 2006 e 2014 houve a última etapa de maturação da indústria, com a consolidação de gestoras que surgiram no período anterior. A captação de uma série de novos fundos e a criação de mais de duas centenas de novas gestoras completaram a base do mercado. Apesar disso e de estar a frente dos outros ‘Brics’ (Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul), a indústria de capital de risco no Brasil ainda está em um patamar bem abaixo dos países desenvolvidos, em especial os Estados Unidos. Segundo dados da Abvcap e KPMG*, a indústria de capital de risco possui cerca de R\$100bi de capital para investimento no Brasil, enquanto que nos Estados Unidos essa quantia é 20 vezes maior. A relação entre o capital

O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema do Empreendedorismo Inovador sob a perspectiva do Investidor

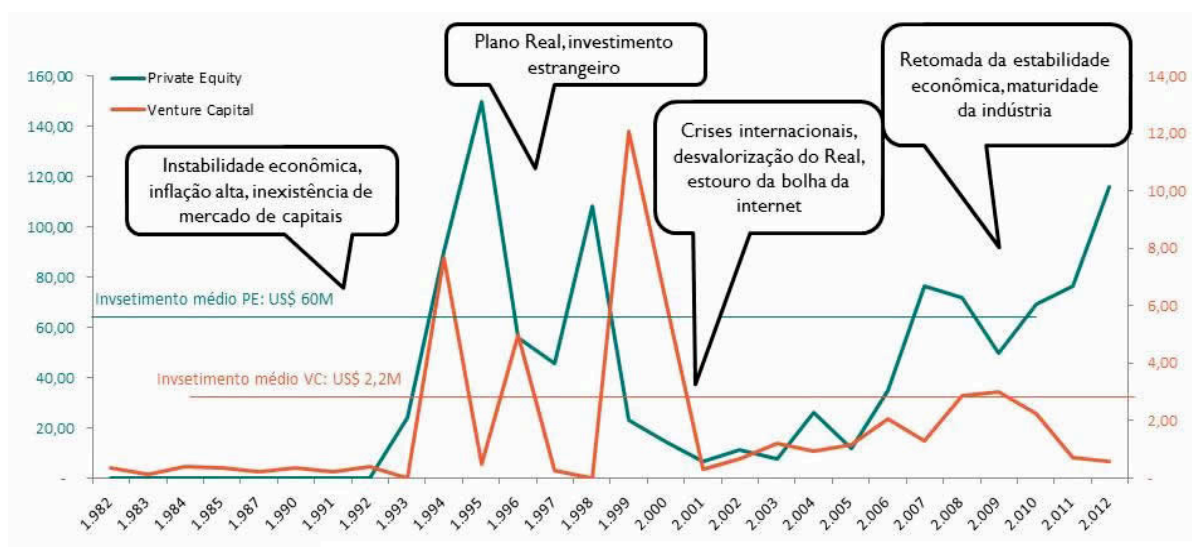
investido por ano e o PIB também apresenta grande discrepância, conforme ilustra o gráfico.



Baseado nesse histórico, o prognóstico para os próximos anos é de maturidade da indústria de capital de risco no Brasil, com o surgimento de mais gestoras, alimentando o mercado com capital de risco e auxiliando principalmente empresas promissoras de pequeno porte a atingirem novos patamares. Mesmo assim, conforme demonstrado anteriormente, ainda há muito a ser feito para o Brasil alcançar o patamar dos mercados desenvolvidos.

* ABVCAP/KGPM Consolidação de Dados da Indústria de Private Equite e Venture Capital 2011-2012-2013-2014 - <http://www.abvcap.com.br/>

Contextualização da Evolução do Capital de Risco no Brasil



Fonte: Bassani 2015, O Capital de Risco no Brasil: estamos só começando.

Os reflexos da crise financeira internacional instaurada em 2008 com a falência do banco americano *Leman Brothers*, aliada à desaceleração do crescimento econômico na China e queda nos preços de *commodities*, vêm causando uma relevante queda na rentabilidade de títulos financeiros e ações de grandes corporações da economia “tradicional”, como as companhias petrolíferas. Tais eventos levaram os investidores a destinarem parte considerável do capital ao investimento em *Start-Ups*, principalmente aquelas voltadas para o setor tecnológico. Entre as modalidades mais comuns para esse tipo de investimento estão:

Crowdfunding

Consiste na obtenção de capital para iniciativas de interesse coletivo por meio da agregação de múltiplas fontes de financiamento, em geral pessoas físicas interessadas na iniciativa, nesse caso, o desenvolvimento de *Start-Ups*.

Investimento-Anjo

É o investimento efetuado por pessoas físicas com seu capital próprio em empresas nascentes com alto potencial de crescimento. O Investidor-Anjo tem como objetivo aplicar em negócios com alto potencial de retorno. O termo ‘anjo’ pode ser utilizado pelo fato de não ser um investidor exclusivamente financeiro que fornece apenas o capital necessário para o negócio, mas por apoiar ao empreendedor, aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento para orientá-lo e aumentar suas chances de sucesso.

Seed

Esta é uma boa fonte de recursos para empresas que ainda não estouraram, mas que já tem produtos ou serviços lançados no mercado e algum faturamento. O capital semente apoia *Start ups* em fase de implementação e organização de operações, muitos deles concebidos no seio das incubadoras de empresas. Nesse estágio inicial, os aportes financeiros ajudam, entre outras funções, na capacitação gerencial e financeira do negócio.

Incubadoras

As incubadoras representam um modelo mais tradicional de investimento a partir de um projeto ou uma empresa que tem como objetivo a criação ou o desenvolvimento de pequenas empresas ou microempresas, apoiando-as nas primeiras etapas de suas vidas.

Aceleradoras

Apesar de serem um tipo moderno de incubadoras de empresas, as aceleradoras têm uma metodologia mais complexa. O processo para participar das aceleradoras é aberto, e estas geralmente procuram por *Start-ups*, constituindo um time para apoiá-los financeiramente, oferecer consultoria, treinamento e participação em eventos durante um período específico, que pode ser de três a oito meses. Em troca, as aceleradoras recebem uma participação acionária.

Venture

É uma modalidade de investimento utilizada para apoiar negócios por meio da compra de uma participação acionária, geralmente minoritária, com objetivo de ter as ações valorizadas para posterior saída da operação. O risco se dá pela aposta em empresas cujo potencial de valorização é elevado e o retorno esperado é idêntico ao risco que os investidores querem correr.

VentureBuilding

O modelo mescla características das incubadoras, aceleradoras e venture capital, fornecendo todo o planejamento estratégico, a captação de recursos financeiros e humanos e estrutura física. O objetivo de uma *venture builder* não é apenas criar um produto, mas construir um negócio. Geralmente a participação de uma *venture builder* em uma *Start-ups* é grande, chegando a até 80% da estrutura acionária na fase inicial.

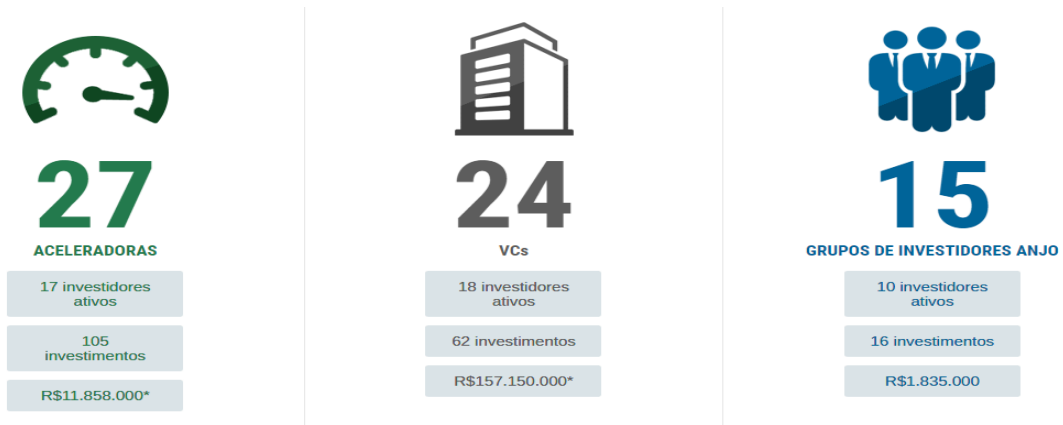
3 O INVESTIMENTO EM STATART-UPS

Ries (2011) em seu livro sobre o modelo de *Start-Up* enxuta define *Start-Up* como “uma Instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”. Nos últimos anos o Brasil tem presenciado uma efervescência no surgimento de *Start-Ups*, isto se deve a demanda por produtos modernos e inovadores, avanços na área da tecnologia digital, além da expansão do ecossistema de *Start –Ups* no país, que conta atualmente com um número crescente de aceleradoras, incubadoras, investidores e fundos de venture capital.

O fenômeno recente do “boom” de *Start-ups* é demonstrado no levantamento realizado pela plataforma de conexão de investidores e empreendedores, Fundacity, revelando que somente no primeiro semestre de 2015 foram investidos cerca de R\$ 170.843.000,00 em 183

O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema do Empreendedorismo Inovador sob a perspectiva do Investidor

Start-Ups, por 45 investidores no Brasil. O estudo definiu o cenário do mercado de investimentos em *Start-Ups* no Brasil, conforme demonstrado a seguir:



Fonte: Fundacity - www.fundacity.com/investment-report-brazil-2015, em 01/08/2015

- Nos estágios iniciais de um negócio: Investimentos seed são vitais. Usualmente, é conseguido pelas start-ups através de aceleradoras e entidades públicas. Investimentos diretos por aceleradoras (em grande parte dos casos na ordem de 5% a 10% de participação) tem o intuito de auxiliar os empreendedores durante o período de aceleração, para que, então, eles possam focar-se em levar seu negócio ao próximo estágio e prepararem-se para receber as próximas rodadas de investimentos, sejam eles de investidores-anjos ou Venture Capitals. Durante o primeiro semestre de 2015, as aceleradoras brasileiras auxiliaram 113 start ups, enquanto os VCs 66 e os Anjos 16; contudo elas só investiram 6.94% do montante total investido nas start-ups brasileiras nesse período.
- Na fase de expansão: Investidores-anjo e Venture Capital e seu capital servem como “pontes” para as empresas de sucesso conseguissem entrar nos seus respectivos mercados de capital. No Brasil, investimentos provenientes de investidores-anjo e Venture Capital vem aumentando nos últimos anos, em parte graças ao aumento da “qualidade” das start-ups que estão em parceria com as aceleradoras brasileiras, figurando essas entre as melhores de toda a América Latina. Entretanto, é provável que os investimentos nesse estágio desacelerarão em um futuro próximo por ventura da recessão econômica brasileira, que vem cada vez mais aumentando o clima de insegurança e incerteza do mercado. Acrescenta-se ainda o aumento recente na taxa de juros que elevou o custo de capital, reduzindo assim o “apetite” dos investidores privados.

O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema do Empreendedorismo Inovador sob a perspectiva do Investidor

Os investidores são compostos em sua maioria por capital privado e visam gerar capital de por meio de investimentos vindouros das próximas rodadas e exits das start-ups. Esses investidores, usualmente, levantam seu capital de outros investidores-anjos, family offices e, em alguns casos, investidores corporativos. Geralmente, investidores públicos e fundos parcialmente governamentais tem outros objetivos, sendo eles “agitar” a economia e fomentar o empreendedorismo em alguma determinada região, indústria ou área tecnológica. As aceleradoras que trabalham em conjunto com o programa do governo federal Start-up Brasil (12 no total) são exemplos desses fundos governamentais, uma vez que eles são fomentando a oferta de capital seed, bem como uma rede de contato de investidores-anjos e VCs, o que naturalmente dá mais fôlego ao ecossistema de start-ups brasileiras.

Apresenta-se as tabelas com os principais Players do ecossistema de Start-Ups Brasil no primeiro semestre de 2015.

Fundos de Venture Capital Ativos		
Investidor	Capital Investido	Empresas
Mobile	R\$ 61.000.000,00	6
Monashees	R\$ 46.000.000,00	13
Performa Investimentos	R\$ 15.000.000,00	3

Fonte Fundacity - www.fundacity.com/investment-report-brazil-2015, em 01/08/2015

O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema do Empreendedorismo Inovador sob a perspectiva do Investidor

Grupos de Investidores Anjo Ativos		
Investidor	Capital Investido	Empresas
Audax Finance	R\$ 500.000,00	1
Gávea Angels	R\$ 300.000,00	1
Grow Ventures	R\$ 250.000,00	3

Fonte: Fundacity - www.fundacity.com/investment-report-brazil-2015, em 01/08/2015

Aceleradoras Ativas		
Investidor	Capital Investido	Empresas
Wayra Brazil*	R\$ 990.000,00	7
Acceleratech*	R\$ 400.000,00	10
WOW Aceleradora*	R\$ 375.000,00	6

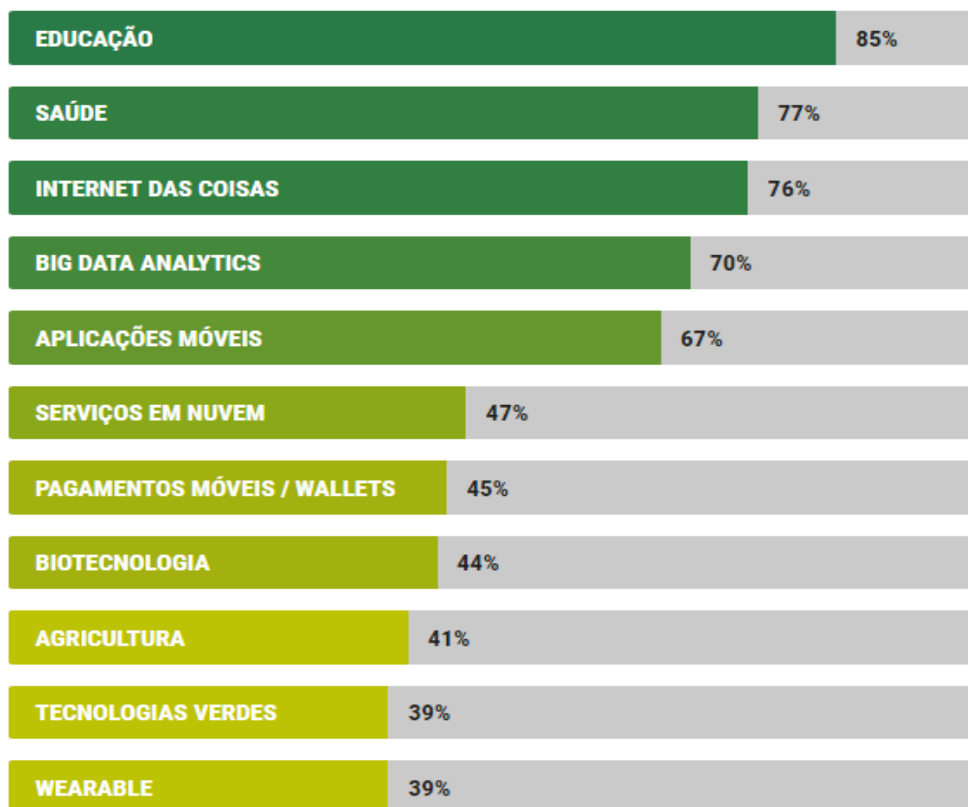
*Os montantes investidos acima descritos não incluem os co-investimentos provenientes do Startup Brasil

Fonte: Fundacity - www.fundacity.com/investment-report-brazil-2015, em 01/08/2015

É importante citar o programa *Start-Up Brasil*, Programa Nacional de Aceleração de *Start-Ups*, que foi criado pelo Ministério de Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI) com gestão Softex, em parceria com aceleradoras, para apoiar as empresas nascentes de base tecnológica, as *Start-Ups*.

Segue panorama setorial das aceleradoras com intenção de investir em *Start-Ups* no Brasil.

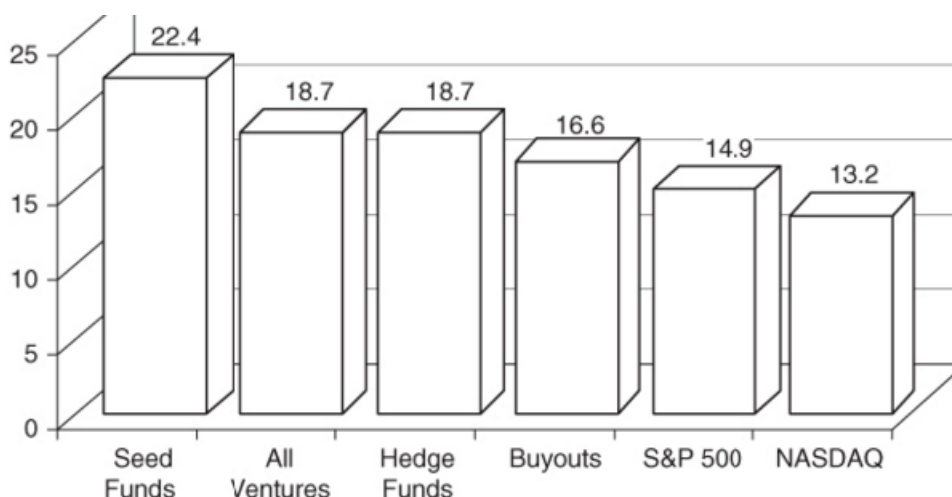
O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema do Empreendedorismo Inovador sob a perspectiva do Investidor



Fonte Fundacity - www.fundacity.com/investment-report-brazil-2015, em

Ao longo da história recente da indústria de investimento nos perfis “angel” e “venture”, verificam-se casos de ganhos extraordinários sobre o capital investido, haja vista os vários casos de pequenas empresas que se tornaram gigantes no mercado tecnológico do vale do silício, como *Paypal*, *Facebook*, *Linkedin* e *Twitter*, só para citar alguns. Rose (2014) revela que estudos têm mostrado que os investidores anjo, com portfólio de *Start-Ups* bem gerenciado e cuidadosamente selecionado, podem produzir uma média de retorno anual de até 25 por cento. Ele faz uma comparação dos rendimentos dos investimentos anjo com diferentes tipos de papéis nos Estados Unidos, apontando que o investimento em títulos, ações e fundos hedge retornam ao rendimento anual de sete, dez e quinze por cento, respectivamente. A ilustração do gráfico faz a comparação.

O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema do Empreendedorismo Inovador sob a perspectiva do Investidor



Fonte: Venture Economics; HFRI Equite Hedge Index

Rose (2014) ressalta que, além do retorno atrativo, investir em *Start-Ups* pode ser gratificante e até mesmo prazeroso, pois o investidor teria a oportunidade de estar a frente do desafio de lançar um produto ou serviço revolucionário e presenciar o crescimento e desenvolvimento de uma empresa que poderá se tornar uma grande corporação no futuro. Porém é importante que o investidor esteja ciente de que essa modalidade de investimento implica em estar preparado para sofrer significativas perdas antes de se auferir algum retorno. Por essa razão, Rose (2014) destaca que o investidor deve estar atento à composição do portfólio de negócios ideal, enumerando uma série de “verdades” que o investidor deve ter em mente quando decide empreender-se nesse ramo:

1° Verdade: a maioria das *Start-Ups* fracassam

Apenas uma exígua porção das *Start-Ups* que pleiteiam fundos conseguem algum financiamento. Uma vez que as *Start-Ups* consideradas promissoras tenham diferenças sutis e que os critérios de seleção sejam de certa forma subjetivos, é bem provável que os investidores possam deixar de lado uma grande ideia que poderia revolucionar o mercado, e apostem em negócios que não prosperem.

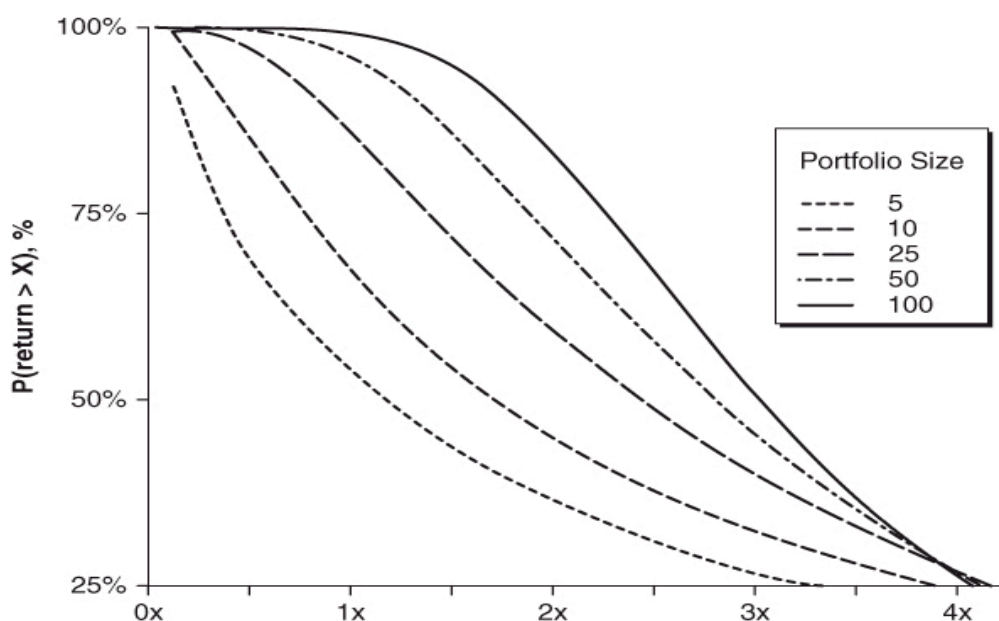
2° Verdade: não se sabe qual a *Start-Up* irá prosperar ou fracassar

Segundo Rose (2014), não existe um método infalível de se certificar que um negócio promissor irá de fato prosperar. Rose (2014) cita o exemplo de um de seus primeiros

investimentos, em uma *Start-Up* de soluções *Workflow* digital para ações de marketing na indústria de bens de consumo, que enfrentava turbulências em sua gestão e com queda de venda de seus produtos. Mas que apesar de não atraente, a empresa recebeu aportes de investimento anjo, rendendo para os investidores um retorno de, aproximadamente, dez vezes o capital investido. Rose (2014) cita exemplos de grandes empresas, como *Apple*, *eBay*, *FedEx*, *Google* e *Paypal*, que tiveram pleitos de investimento iniciais recusados por importantes investidores de *Venture Capital*.

3º Verdade: investir em *Start-Ups* é uma questão de números

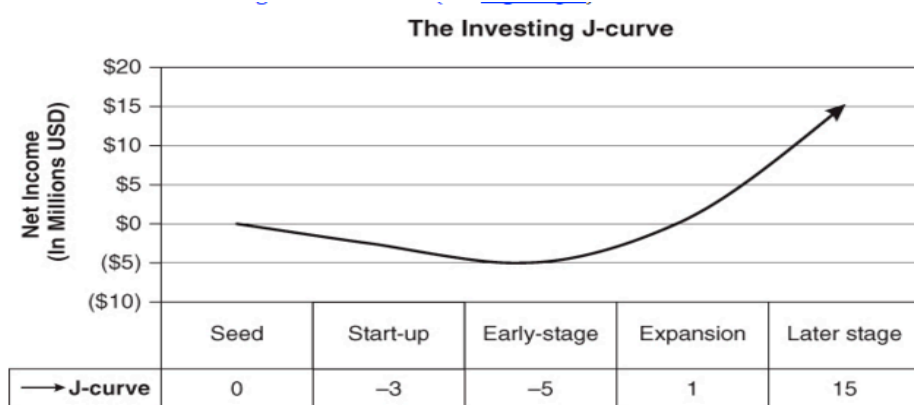
Vários estudos e simulações matemáticas comprovam que para se alcançar um retorno de vinte por cento de uma carteira típica de investidores anjo profissionais, deve se aportar o mesmo volume de capital investido, consistentemente em pelo menos, uma fração de vinte a vinte e cinco empresas, conforme demonstra o gráfico.



Fonte: *Data Driven Patterns of Successful Angel Investing* by Sim Simeonov-www.slideshare.net/simeons/patterns-of-successful-angel-investing, em 14/06/2011

4° Verdade: Investir em *Start-Ups* é uma questão paciência e persistência.

A curva do gráfico de retorno de uma carteira de investimento anjo ou de venture capital segue um formato de “J”, pois as empresas que fracassam tendem a sucumbir nos primeiros anos, já as que prosperam costumam gerar algum retorno somente após os cinco primeiros anos, exigindo do investidor uma boa dose de perseverança ao manter e ampliar sua base de investimentos ao longo desses cinco anos. Segue o gráfico.



Fonte: Resource Complementarities, Trade-Offs, and Undercapitalization in Technology-Based Ventures: An Empirical Analysis(Summary)-

<http://digitalknowledge.babson.edu/fer/vol29/iss1/5>, em 01/02/2010

5° Verdade: as empresas precisarão de mais investimentos

Ao longo do ciclo de vida, as empresas precisarão de mais aportes, e cada vez maiores, seja por conta de seu crescimento, por uma contingência não prevista, ou por um fato extraordinário. O fato é que, para manter sua parcela de influência no negócio, o investidor terá que estar disposto a injetar mais capital na empresa. Porém, também deve estar preparado para diluição do capital da empresa investida.

6° Verdade: o Investimento Anjo pode ser bastante lucrativo

A despeito dos riscos, do foco em longo prazo, da resiliência e de todo o esforço exigido, Rose (2014) destaca que o investimento anjo pode ser bastante lucrativo, desde que o investidor seja qualificado, estiver preparado para manter um nível razoável de investimento por ano, desenvolver um relacionamento estreito com as empresas, poder agregar ao negócio, conhecendo profundamente o setor de atuação das empresas.

Fazendo um paralelo da lucratividade do investimento anjo no contexto brasileiro, Spina (2015) cita que:

Estatisticamente, diz que de cada dez investimentos anjo efetivados, três têm um investimento médio de duas a três vezes o capital investido, e uma ou duas têm retorno excepcional, entre dez e cinquenta vezes o investimento original. Assim, na média, espera-se que o investimento anjo proporcione um ganho na ordem de cinco a dez vezes o capital. (SPINA 2015).

A título de exemplo é interessante citar a trajetória da *Start Up* Nubank que recebeu, em julho de 2013, um aporte de US\$ 2.000.000,00* na modalidade *Seed Capital* por parte dos investidores Kaszek Ventures e Sequoia Capital. Em janeiro de 2016 foi aportado o investimento de US\$ 52.000.000,00* na modalidade *Venture Capital*, série C, com capital composto pelos investidores Kaszek Ventures, Sequoia Capital, Founders Fund e Tiger Global Management. O *valuation* da empresa está estipulado em torno de US\$ 448.000.000,00 pré Money.

Valuation pode ser definido como o método de se estimar o valor justo de um ativo. Porém, quando se trata de *Start-ups* a aferição do valor é dificultada pela insuficiência de dados e principalmente pela maior incerteza com relação ao futuro.

Há inúmeros riscos, que podem levar as *Start-ups* a não iniciarem suas operações ou não alcançarem o estágio de desenvolvimento. Enfim, são inúmeros os fatores de incerteza que ameaçam um sucesso de uma *Start-up*.

Assim sendo, o mercado desenvolveu uma metodologia própria para *valuation* de *Start-ups*, adicionando-se aos critérios o tamanho do mercado, a tração, reputação dos fundadores e executivos, canais de distribuição, inovação, diferenciação, tecnologia, barreiras de entrada, qualidade do time, acordos e alianças, contratos fechados, flexibilidade gerencial, estágio de desenvolvimento, competição, ativos intangíveis, riscos e investimentos já realizados. Segue alguns dos principais métodos de *valuation* utilizados pelos investidores anjo e de *venture capital*:

- **Método Berkus:** Calcula o valor das companhias baseando-se em cinco fatores: qualidade do time, ideia, estágio de desenvolvimento, qualidade dos administradores e estágio de vendas. Cada um dos fatores vale US\$ 500 mil considerando que há uma escala para cada item, o que determina o valor da companhia em até US\$ 2,5 milhões.
- **Método do Scorecard:** Atribui valor baseado em sete itens — força e qualidade do time (até 30%), tamanho da oportunidade (até 25%), produto (até 15%), ambiente competitivo (até 10%), marketing, canais de vendas e parcerias (até 10%), necessidade de capital adicional (até 10%) e outros fatores (até 5%).
- **Método do risk factor summation (soma dos fatores de risco):** analisa doze tipos de riscos, sendo que quanto maior o risco, menor o valor da companhia. Atribui pontos numa escala de -2 a +2 para cada critério. Cada ponto atribui ou diminui US\$ 250 mil no valor da companhia. Os fatores de risco analisados são: time, estágio do negócio, competição, político, fabricação, vendas, capital, tecnologia, legal, internacional e de reputação.

O renomado professor do Insper, Ricardo Mollo, costuma dizer que, ao avaliar uma empresa, devemos sempre vislumbrar o seu potencial futuro, mas é fundamental que argumentação acerca da execução do plano de negócios pela empresa seja consistente.

4 ENTREVISTA COM AGENTES DO ECOSSISTEMA

Para complementar o artigo, foram realizadas entrevistas com importantes agentes do ecossistema de *Start-Ups* do Brasil, entre os quais uma promissora *Start-Up* da comunidade de *Start-Ups* São Pedro Valley, uma destacada plataforma de conexão entre *Start-Ups*, investidores e aceleradoras, e um importante *player* do mercado de *venture capital* no país. As entrevistas foram bastante sucintas, sendo perguntado, basicamente, quais os fatores que estimulam e os que desencorajam o progresso das *Start-Ups* e o interesse dos fundos e investidores em aportarem capital nesse segmento no país.

As respostas convergiram em torno da valorização das iniciativas públicas e privadas no sentido de se criar um ambiente propício para o surgimento de novos negócios e de produtos inovadores, como a Anjos do Brasil, organização sem fins lucrativos criada com objetivo de fomentar o crescimento do investimento anjo para apoio ao empreendedorismo de

inovação brasileiro, e a Endeavour Brasil, organização não governamental que trabalha para multiplicar o número de empreendedores de alto impacto e criar um ambiente de negócios melhor para o Brasil. Os programas governamentais de aceleração, como *Start-Up* Brasil e Seed, do Governo de Minas Gerais, também foram elogiados. Os entrevistados ressaltaram o rápido crescimento e desenvolvimento do ecossistema brasileiro, com aceleradoras ganhando cada vez mais alcance e escala junto aos empreendedores, além da criação de importantes espaços de *coworking*, que contribuem para integração entre investidores, mentores e empreendedores.

Apesar do otimismo, os entrevistados salientaram que o ecossistema brasileiro está longe de se comparar ao Vale do Silício ou mesmo a Tel Aviv, em Isarel. Há limitadores que se aplicam a qualquer dimensão ou tipo de negócio, como burocracia, segurança jurídica, instabilidade política-econômica e excesso de intervencionismo e regulamentação do poder público.

No que se refere especificamente ao ambiente de desenvolvimento e investimento em *Start-Ups*, foi lembrado que o país precisa se adequar ao fenômeno do surgimento das *Start-Ups*, aprimorando a desoneração e regulação de setores voltados para tecnologia e inovação, capacitando profissionais das áreas de finanças e advocacia para atenderem as demandas do setor de maneira mais eficaz e desenvolvendo programas de apoio a aportes financeiros nas empresas que alcançarem estágios mais avançados de crescimento, quando a *Start-Up* estiver se estruturando para receber rodadas de investimentos com aportes maiores de *venture capital*.

5 CONCLUSÃO

Investir no Brasil não tem sido tarefa fácil: o momento político conturbado, a economia em recessão, inflação em alta... O cenário parece desestimulador, mas não para o investimento em capital empreendedor. Durante a quarta Conferência Nacional da Anjos do Brasil, Cassio Spina, fundador da organização, falou ao público sobre como anda o cenário do investimento anjo no País, que, mesmo com a retração da economia, o Investimento Anjo no Brasil apresentou um crescimento de 14% em 2015 em relação ao ano anterior. Cassio acredita que esse crescimento dos investimentos demonstra um interesse crescente na atividade de investimento anjo, independente da economia em geral. Uma das provas disso é

que alguns dos países mais afetados pela crise de 2008 são os mais interessados em aplicar dinheiro em novos negócios. O investimento anjo na Grécia, por exemplo, cresceu neste período pós-crise mais de 800%.

A justificativa para o crescimento do Investimento Anjo mesmo em tempos de crise é que este não é voltado para rendimento futuro, uma vez que o investimento é aplicado em empresas inovadoras e com grande potencial de crescimento. Ao analisar a pesquisa da *World Wealth Report 2015*, o Brasil apresenta um enorme potencial para alocação de riqueza em Investimento Anjo. A referida pesquisa aponta o número de pessoas físicas com patrimônio líquido acima de um milhão de dólares. No Brasil a pesquisa identificou em 2014, cerca de 161.000 pessoas que se enquadram no perfil. Através desse levantamento pode-se inferir o número de pessoas com potencial para serem Investidores Anjo. A Anjos do Brasil observou que em 2015 existiam pouco mais de 7.000 Investidores Anjo atuantes no país, ou seja, aproximadamente 4,5% do total dos investidores potenciais.

Cassio Spina na quarta Conferência Nacional da Anjos do Brasil, afirmou que um dos principais motivos para a baixa adesão ao Investimento Anjo no Brasil é a falta de projetos.

O país tem empreendedores e investidores, mas faltam projetos consistentes. É preciso integrar as grandes ideias e a geração de conhecimento científico à construção de novos produtos e serviços, congregando a atitude empreendedora e o conhecimento técnico à elaboração de um plano de negócios consistente.

Os programas de incubação e aceleração desempenham um papel importantíssimo, porém não incidem na raiz da questão, que é a formação educacional.

A educação tanto básica, quanto superior, não é orientada para a transformação de conhecimento em projetos e produtos ou serviços. Para que isso aconteça é preciso haver, sobretudo, uma mudança cultural, passando a associar a educação e pesquisa a criação de produtos inovadores, que não apenas agreguem conhecimento, mas que tenham potencial de gerarem soluções de mercado.

Analisando-se o aspecto do investidor, há necessidade de estímulo, principalmente em um país com custos de oportunidade tão elevados. Vários países adotam incentivos institucionais, fiscais e financeiros para ampliar a base de investidores. O setor público no

Brasil precisa encarar essa questão como uma de suas prioridades estratégicas, pois ao estimular o Investimento Anjo, estaria consequentemente estimulando o empreendedorismo e criação de produtos e serviços inovadores no país. Já há algumas ações interessantes nesse sentido, como o programa Finep Startup, em que a Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) em vez de fazer um aporte nas companhias em troca de uma participação acionária, como fazem os investidores privados, a instituição irá aportar até um milhão de reais e em troca receberá uma opção de compra de ações da empresa investida. Outra iniciativa importante é a do Projeto de Lei 54 de 2014, que tramita no Senado, alterando Lei nº 9.250, de 26 de dezembro de 1995, para permitir que sejam deduzidos da base de cálculo do Imposto sobre a Renda das Pessoas Físicas (IRPF) parcela dos valores investidos na integralização de capital social em sociedades empresárias *Start-ups*.

Apesar das iniciativas interessantes de fomento ao investimento em empreendimentos inovadores de base tecnológica, o Brasil precisa convergir ações e políticas que não só estimulem, mas também que instituem uma cultura de imputação ao risco e geração de valor, proporcionando conhecimento, oportunidades, inclusão e riqueza.

REFERÊNCIAS

BASSANI, RAFAEL. Capital de Risco no Brasil: estamos só começando. **Endeavor Brasil Empreendedorismo**, São Paulo, fev. 2015. Disponível em <https://endeavor.org.br/capital-de-risco-brasil-estamos-comecando>. Acesso em: 22 mar. 2016

CAPGEMINI; RBC WELTH MANEGMENT. World Welth Report 2015. **The Welth Reports**. Nova Yorque. 2015. Disponível em: <https://www.worldwealthreport.com/>. Acesso em 23 mar. 2016

CRUNCHBASE.NubankOverview.**Crunchbase.com**, Redwood City, CA. 2016. Disponível em: www.crunchbase.com/organization/nubank#/entity. Acesso em 23 mar. 2016

FUNDACITY. Investment Report Brazil First Semester 2015. **Fundacity Investment Report**, São Paulo 2015. Disponível em: www.fundacity.com/investment-report-brazil-2015. Acesso em 22 mar. 2016

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Pintec 2011. **Pintec Pesquisa de Inovação**, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em <http://www.pintec.ibge.gov.br/>. Acesso em: 22 mar. 2016

KELLEY, Donna; SLAVICA, Singer; HERRINGTON, Mike. 2015/16 Global Report. **Global Entrepreneurship Monitor**, Londres, 2016. Disponível em <http://www.gemconsortium.org/report>. Acesso em: 23 mar. 2016.

PAVANI, CLÁUDIA. **O Capital de Risco no Brasil: Conceito Evolução Perspectivas**. 1 ed. Rio de Janeiro: Ed E-papers; 2003. 98 p.

RIES ERIC. **A Startup Enxuta: Como os empreendedores atuais utilizam a Inovação Contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. 1. ed. São Paulo. Leya Brasil. 2012. 224 p.

ROSE, DAVID. **Angel Investing: The Gust Guide to Making Money and Having Fun Investing in Startups**. 1 ed. Hoboken, Nova Jersey. Wiley. 2014. 304 p.

SPINA A. CASSIO. **Investidor Anjo: Como Conseguir Investidores para seu Negócio**. 2 ed. São Paulo. nVersos. 2015. 157 p.