

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuariais
Curso de Administração

**CAPITAL DE RISCO EM *STARTUPS*: CASOS DE UNICÓRNIOS
BRASILEIRAS**

GABRIEL CONCEIÇÃO SILVA

São Paulo – SP
2022

GABRIEL CONCEIÇÃO SILVA

**CAPITAL DE RISCO EM *STARTUPS*: CASOS DE UNICÓRNIOS
BRASILEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Administração, do Departamento de Administração, da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como pré requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração, orientado pelo Professor Dr. Eduardo Fernandes Pestana Moreira.

São Paulo – SP

2022

RESUMO

O surgimento das *Startups* revolucionou o consumo e o mundo dos negócios. Essas *Startups* com forte uso de tecnologia, oferecem Produtos ou Serviços que já eram ofertados com inovação ou criaram demandas que eram inexistentes. Indubitavelmente, esses negócios trouxeram impactos positivos e fizeram com que negócios tradicionais iniciassem uma transformação tecnológica para não ficar para trás. Muitas das vezes esses negócios nascem de uma grande ideia que pode ter sucesso ou não. Além disso, uma *Startup* possui uma forte necessidade de capital para que o crescimento se concretize. Com isso, muitos investidores se atraem por esse *IPO* de investimento, principalmente por serem negócios inovadores, com grande potencial e alta escalabilidade. Esse investimento é conhecido como *Venture Capital* e eles buscam altos retornos, devidos aos grandes riscos envolvidos em *Startups*. É fato que a grande maioria das *Startups* não alcancem o sucesso esperado ou até mesmo atinjam a falência, mas algumas estão obtendo sucesso e são conhecidas como *Startups* Unicórnios. Isso significa que a alcançar esse status a *Startup* é avaliada em 1 bilhão de dólares. Dado a isso, o objetivo desta pesquisa é verificar se há tendência dessas *Startups* que alcançaram esse status no Brasil darem retorno aos seus acionistas e através do teste de evento analisar se as captações de *venture capital* tiveram reações no Mercado de Capitais.

Palavras-Chave: *Startup*, Finanças, Capital de Risco, Mercado de capitais

ABSTRACT

The emergence of Startups revolutionized consumption and the business world. These Startups with strong use of technology, offer Products or Services that were already offered with innovation or created demands that were non-existent. Undoubtedly, these businesses brought positive impacts and made traditional businesses initiate a technological transformation to avoid being left behind. Many times, these businesses arise from a great idea that may succeed or not. In addition, a Startup has a strong need for capital for the growth to materialize. With that, many investors are attracted by this type of investment, mainly because they are innovative businesses with great potential and high scalability. This investment is known as Venture Capital and they seek high returns due to the great risks involved in Startups. It is a fact that the vast majority of Startups may not achieve the expected success or even go bankrupt, but some are succeeding and are known as Unicorn Startups. This means that to achieve this status, the Startup is valued at 1 billion dollars. Thus, the objective of this research is to verify if there is a tendency for those Startups that achieved this status in Brazil to give returns to their investors and shareholders and through the event test to analyze if the raising of venture capital presented reactions in the Capital Market.

Keywords: Startup, Finance, Venture Capital, Capital Market

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1 Conceito de Organização e o surgimento das <i>Startups</i>	5
1.1 Organizações e a Sociedade	5
1.2 O que é uma <i>Startup</i> ?	7
1.3 Os estágios de vida de uma <i>Startup</i>	9
1.4 Modelos Desenvolvimento e Gestão em <i>Startups</i>	10
1.4.1 <i>The Lean Startup</i>	12
1.4.2 Geração de modelo de negócios	13
1.4.3 Desenvolvimento de Clientes	15
2 Fontes de Financiamentos	20
2.1 Fontes de Recursos	20
2.2 Captação de recursos de terceiros	21
2.3 <i>Venture Capital</i>	24
3 Desempenho econômico-financeiro e Mercado de Capitais.....	28
3.1 Breve contexto do Mercado de Capitais.....	28
3.2 Bolsa de valores.....	31
3.3 <i>IPO</i>	32
3.4 <i>Valuation</i> (Avaliação de Empresas)	35
4 Teste de evento	37
4.1 Breve histórico das empresas	38
4.1.1 Nubank	38
4.1.2 Loft.....	41
5 Desenvolvimento	42
Considerações finais	50
Referencial Bibliográfico	52

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Principais componentes das Organizações	6
Figura 2 - Os Estágios de vida da <i>Startup</i>	9
Figura 3 - Modelo de negócios <i>Canvas</i>	14
Figura 4 - O modelo de desenvolvimento de clientes.....	18
Figura 5 - Ciclo de Vidas das Empresas	26
Figura 6: Sistema Financeiro Nacional.....	29
Figura 7: Razões para a abertura de capital e as modalidades de operações	34
Figura 8: Resultados Nubank 2021	39
Figura 9: Histórico de Captação de Recursos Nubank.....	40
Figura 10: Histórico de captação de Recursos Loft.....	41
Figura 11: Datas de anúncio da Captação	42
Figura 12: Teste de Evento Nubank.....	43
Figura 13: Média Móvel Nubank - Período total	45
Figura 14: Teste de Evento LOFT	46
Figura 15: Média Móvel Loft - Período total	47
Figura 16: Média Móvel VTEX - Período total	48
Figura 17: Média Móvel Stone - Período total	49

INTRODUÇÃO

Todos os costumes e práticas que se vê em livros de história, filmes ou qualquer outro meio de comunicação, os quais traduzem o mundo em um processo constante de evolução, apenas demonstrando que o mundo não permaneceu estático. Assim, o mundo em que se vive, atualmente, é diferente do que era em outras épocas e isso está diretamente ligado as evoluções humanas, culturais, tecnológicas e as relações em sociedade.

Não obstante, o Direito do Trabalho é um produto cultural do século XIX e do processo de criação do sistema capitalista, o qual tem por paradigma precedente o estado liberal de direito que advém das revoluções liberais, as quais surgiram na segunda metade do século XVIII, tendo-se também como precedente desta, a revolução inglesa no século XVII. Logo, o direito do trabalho, assim como os direitos sociais são filhos deste processo de industrialização que se deu origem nessa época.

Desse modo, o mundo do trabalho passou por três fases: A primitiva, as revoluções francesa e industrial e por último, o Constitucionalismo Social. Dentre essas fases da história, as relações de trabalho passaram por determinadas inovações no modo de produção.

A Inovação, de acordo com Leitão e Melo (2010), pode ser definida como a introdução de novos processos, métodos e tecnologia no mercado de produtos que não existiam anteriormente ou com alguma característica nova que até então não se encontrava vigente e com isso, dotada de grandes repercussões socioeconômicas. Com o advento da internet e após a década de 90, as inovações no mundo do trabalho e as novas formas de realizá-lo, acontecem em um curto espaço de tempo e assim, há alterações na maneira de desenvolver determinado produto ou serviço.

Consoante a isso, é relevante destacar que há diferença entre invenção e inovação. Pois, apesar de parecerem sinônimos, não são. Inovação é uma nova forma de fazer o que já é feito, em contrapartida, invenção é uma nova criação daquilo que ainda não existe. Deste modo, tem-se dois *IPOs* de inovação, a incremental e a radical. A incremental significa melhorias em

tecnologias existentes no mercado, enquanto a radical ou também conhecida como disruptiva, é quando surge algo novo que coloca em xeque as tecnologias atuais (Alves, 2013).

Nesse sentido, surge o conceito de geração Y que possuem como características o nascimento entre o final da década de 80 e durante a década de 90. Essa geração, nasceu em momentos de grandes avanços tecnológicos, crescimento econômico de diversos países e em um mundo globalizado e por isso, os também conhecidos como Millennials, possuem forte intimidade com os recursos tecnológicos e são caracterizados como criativos e inovadores. Não obstante, são essas pessoas nascidas nessas décadas que encontramos liderando as inovadoras e disruptivas, *Startups*.

O termo *Startup* surgiu no Vale do Silício, em uma região com diversas empresas com alta tecnologia e inovação. Surgindo assim, principalmente durante a popularização da internet no final de década de 90, época conhecida como a “bolha ponto com” que impulsionou a criação de “empresas.com”.

As *Startups*, são negócios embrionários que buscam um modelo de negócio repetível e escalável, com forte base tecnológica. Nesse sentido, possuem a necessidade de capital de risco para a sua operação e assim desenvolver soluções inovadoras.

No mais, em uma das suas fases de vida, é conhecido como o momento em que ela se torna Unicórnio. Este termo que foi criado em 2013 pela fundadora da *Cowboy Ventures*, Aileen Lee, referindo-se a 39 *Startups* que obtiveram uma valorização bilionária na época. No qual foi visto como algo impressionante para aquele momento, ao ponto de comparar isso com um animal mitológico raro. Em um primeiro instante, esta expressão ficou restrita a empresas de software criadas após 2003, por capital privado e com avaliação superior a US\$ 1 Bilhão. Nos dias de hoje, as status de unicórnio não são delimitadas apenas ao seu campo de empresas de software e já sendo discutido sobre outros *IPOs* de classificação (NEIVA, 2022).

No que tange às *Startups* unicórnios até 2017, a Argentina era considerada a única com o status de unicórnio da América Latina. Entretanto, esse cenário mudou em 2018, quando somente em um ano nasceram no Brasil

sete unicórnios. Na América Latina, existem 34 *Startups* unicórnios, sendo 60% delas brasileiras, 17% argentinas e 11% mexicanas (TAVARES, 2021).

Na América Latina, até setembro de 2021 foram aportados no ecossistema de *Startups* mais de 13 bilhões de dólares. Esse volume é 13 vezes maior do que o registrado em 2016. Entre todos os países sul-americanos, o Brasil é o que concentra a maior parte dos investimentos (TAVARES, 2021).

No mundo existem mais de mil unicórnios, sendo 22 delas em território brasileiro. Como dito, no Brasil surgiram unicórnios a partir de 2018, que apesar de tardio, sendo comparado com países que já são potências de mercado. Esse movimento tem sido acelerado, já que só em 2021 surgiram dez novas *Startups* avaliadas em US\$ 1 Bilhão (NEIVA, 2022). Isso demonstra como o Brasil tem sido um país propício para esses *IPOs* de negócios, por se tratar de um país em desenvolvimento.

Todavia, após a empresa ser intitulada como unicórnio ela passa por rodadas de investimentos que são utilizados para crescer sua base de usuários. Muitas das vezes, nesse momento, sem o objetivo de ter lucro e estar incorrendo em anos de prejuízo operacional para sustentar sua estratégia (ENCK, 2022). Por conta disto, percebe-se o risco de perda de capital que os investidores correm nesse meio.

Certamente, os unicórnios passam por diversos desafios, como construir produtos que atendam às necessidades dos usuários, atrair e contratar talentos de qualidade, ter uma cultura organizacional saudável com propósito claro orientando a performance do negócio e serem cautelosos com a diluição das captações de recursos (ENCK, 2022). Nesse sentido, nos investimentos todo ativo tem um risco, ficando a seu encargo as perdas e danos. Isso não é diferente para as *Startups*, pois são conhecidas como empreendimentos de alto risco, mas em contrapartida com alto potencial de retorno para os investidores.

Diante disso é necessário compreender o ambiente e como as *Startups* se desenvolvem e por isso, o presente trabalho é estruturado da seguinte forma: Capítulo 1 – busca dar contexto desde como se formaram as organizações em sociedade até o surgimento das *Startups*, situando o leitor como é definida uma *Startup*, os seus ciclos de vida do nascimento a maturidade empresarial e os modelos de desenvolvimento aplicados ao negócio e a gestão. Capítulo 2 – se

debruça em como esse *IPO* de negócio é financiado, as fontes de recursos disponíveis para utilização, a captação através de terceiros e como podem se aventurar no *Venture Capital*, que tem como intuito financiar negócios com expectativas altas de crescimentos, riscos altos e consequentemente altos retornos para esses investidores. Capítulo 3 – situa uma das alternativas que as *Startups* podem utilizar para captar recursos, através do *IPO* na Bolsa de valores. Além disso, conceituar o *valuation* de empresas e como ele pode ser realizado em *Startups*, dado que possuem estágios diferentes de desenvolvimento se comparado a empresas tradicionais. Capítulo 4 – A Metodologia utilizada que demonstra as fases e os procedimentos aplicados na pesquisa para se obter resultados a serem indicados posteriormente. Capítulo 5 – Desenvolvimento para discussão da pesquisa e apresentação dos resultados. Capítulo 6 – Por fim, apresentar o desfecho dos resultados obtidos e corroborar para próximas pesquisas para esse tema.

O presente trabalho nasce do problema de pesquisa encontrado por Neil (2015), que constatou que 90% das *Startups* falham, ou seja, nove em cada dez não alcançarão o sonhado sucesso. Além disso, outra pesquisa de Eisenmann (2021) apura que mais de dois terços das *Startups* não dão retorno positivo aos investidores. Mesmo diante dessas estatísticas que podem ser questionadas devido a fatores macroeconômicos, muitas *Startups* têm experimentado o sucesso e por isso, a pesquisa consiste em verificar se há expectativas de retorno para os investidores de capital de risco das *Startups* brasileiras. *Startups* essas que atingiram o status de unicórnio, ou seja, foram avaliadas em 1 Bilhão de dólares e abriram *IPO* na Bolsa de Valores.

A expectativa de retorno dos investimentos foi realizada através das captações de capital de risco e investigar se há uma tendência de retorno desses investimentos com as cotações diárias da Bolsa de Valores.

1 Conceito de Organização e o surgimento das *Startups*

1.1 Organizações e a Sociedade

O conceito de organização surgiu de influências entre distintas áreas do conhecimento. Se já no século XVII tiveram tentativas de mobilizações para a produção de determinados bens, para alcançar o que se vive atualmente foi um árduo e longo caminho. À medida que em que as fabricas se expandiam, para que houvesse controle, não bastava apenas o contato visual e por isso, surgiam novas formas para a obtenção dele (GUERRINI et al I., 2014). Dessa maneira, faz-se necessário compreender que o Estado no Brasil, como conheceu-se, surge em meados do século XIX, fruto da ascensão da classe burguesa, concomitantemente, observa-se que as estruturas de poder foram consolidadas de acordo com a área de interesse econômico desta classe.

Com tal característica, o sociólogo Max Weber, identificou as mudanças que ocorriam na sociedade nos fins do século XIX e percebeu que os indivíduos passaram a delegar tarefas que em outro momento, eram realizadas por eles mesmos. Costumeiramente, os trabalhadores se alimentavam do que produziam, tendo apenas o necessário para o próprio consumo. Entretanto, isso mudou bruscamente e Max Weber atento para tais mudanças que surgiam, se mostrou preocupado (GUERRINI et al I., 2014).

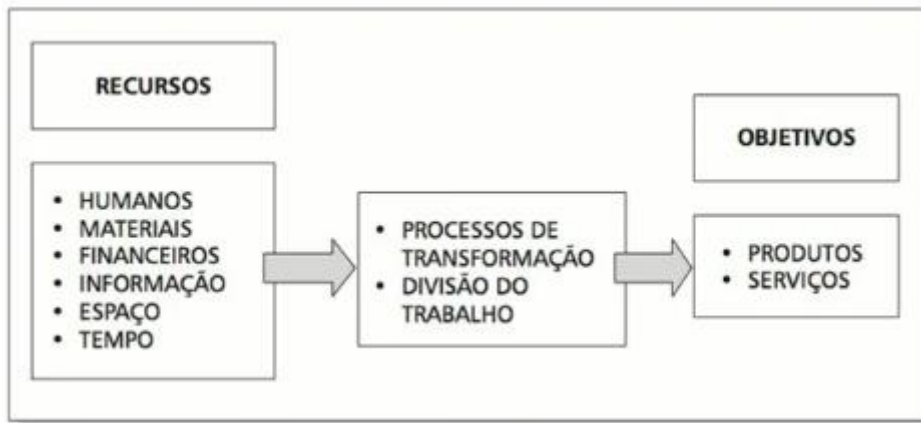
A partir disso, foi necessário a formalização das relações de trabalho e de produção nas grandes indústrias, o que ocasionou a busca pela eficiência nas organizações. Isso resultou nas primeiras noções de organização e demonstrou a forma em que era primordial a mobilização dos recursos para o atingimento dos objetivos determinados (GUERRINI et al I., 2014).

Consoante a isso, o autor Chiavenato (2004) compreende a organização como uma estrutura social formada por pessoas que buscam de maneira organizada e com união, alcançar objetivos determinados e sob a existência de diferenças hierárquicas entre chefes e subordinados.

O autor citado anteriormente e Maximiano (2011), concordam em que uma organização busca conquistar objetivos em comum, entretanto, o segundo autor acrescenta que “Uma organização é um sistema de recursos ...” e que além

disso, a organização possui processos de transformação e de divisão do trabalho. Conforme ilustrado na figura 1:

Figura 1 - Principais componentes das Organizações



Fonte: Maximiano (2011).

Não obstante, a sociedade evolui constantemente com o passar do tempo e neste processo são realizadas descobertas, novas formas de produção, mudanças nas relações de trabalho e a inserção de tecnologias que antes não existiam ou não eram desenvolvidas totalmente. Segundo Eder (1999), não é o fato de o indivíduo em sociedade aprender e estabelecer novos significados e regras para evoluírem, mas que de tempos em tempos a sociedade precisa ser reorganizada, de modo que possibilite a criação de novas fontes de conhecimento ou meios de reconstrução das antigas formas de conhecimento.

Dessa forma, a sociedade moderna, em termos de organização se constitui de maneiras que anteriormente não eram vistas. E por isso, ao longo dos tempos as necessidades do ser humano se alteraram em detrimento de contextos de crises políticas e econômicas, o que corroboram para que os indivíduos busquem formas alternativas de sobrevivência, a fim de acompanhar o avanço da sociedade e viver de acordo com a sua realidade.

1.2 O que é uma *Startup*?

De maneira sucinta, Blank (2010) define que “*Startup* é uma organização temporária projetada para buscar um modelo de negócios repetíveis e escaláveis”. Em concordância com isso, o estudo sobre empresas de alto crescimento de Monteiro (2018), descreve que um modelo de negócio escalável é identificado pela operação que pode ser replicada, de tal forma que o aumento da sua receita seja mais veloz do que o aumento dos seus custos e assim, ganhando escala. Da mesma forma, a Associação Brasileira de *Startup* corrobora que a escalabilidade dessas organizações é por meio da captura de clientes a custos baixos (ABSTARTUPS). Sendo assim, é perceptível que essa é uma ferramenta fundamental e muito eficaz que contribui para a prosperidade dessas empresas multimilionárias.

Segundo a Associação Brasileira de *Startup*, a definição de *Startup* refere-se a empresas que estão em fase inicial. Com isso, elas desenvolvem produtos ou serviços com potencial para um crescimento exponencial de maneira inovadora (ABSTARTUPS).

Neste contexto, Ries (2011), define *Startup* da seguinte maneira: “Uma *Startup* é uma instituição humana desenhada para criar um novo produto ou serviço em condições de extrema incerteza”. Essa definição é interessante, pois desvincula a relação do tamanho da empresa, seja ele pequeno, médio ou grande, nele basta estar presente a inovação. Além do mais, o autor ainda ressalta que para ser uma *Startup* não necessariamente precisa criar algo do zero, desde que ocorra o incremento de melhorias a fim de solucionar os problemas reais do consumidor final.

Não obstante, é importante diferenciar a *Startup* de uma empresa constituída tradicionalmente. Segundo Blank e Dorf (2012), o que diferencia as *Startups* das demais formas de criação de empresas, é a sua atuação no mercado, pois enquanto algumas entram em um mercado já existente, outras criam algo totalmente diferente, os quais podem se misturar com os dois pontos citados na busca de um novo modelo de negócio, criando a necessidade de um novo nicho de mercado.

Todavia, as empresas que possuem este modelo de negócio, são criadas em um ambiente de incertezas, pois buscam por investidores que acreditam no seu desenvolvimento, inclusão e aceitação entre os consumidores.

Outro ponto que corrobora com isso é que o modelo de negócio para uma *Startup* tem propostas e estratégias agressivas, o que as obrigam a passar por maiores incertezas, com objetivo de lançar novas tendências para o consumidor e de forma natural, negócios com essas características possuem altas taxas de mortalidade (LOSADA, 2020). Por conseguinte, a maioria das empresas chamadas de *Startups* tem algumas características comuns: São inovadoras, em estágio inicial do negócio, tem a ambição de um crescimento exponencial e opera-se com foco em tecnologia, para que haja menos risco de fracasso.

Além disso, uma *Startup* nasce com o objetivo de alcançar um nível global e a única forma de levar este plano a cabo em pouco tempo é possuindo diferenciais competitivos claríssimos frente aos seus concorrentes. Há apenas um fator que pode criar esses diferenciais competitivos matadores: a inovação. Para ultrapassar a concorrência e conquistar a dominância, a *Startup* precisa mudar completamente a forma como determinado produto ou serviço é consumido. Aqui bastam os exemplos clássicos: Uber mudando a forma como consumimos transportes privados e Netflix e Spotify transformando a maneira como consume-se entretenimento. A partir da conquista desse diferencial competitivo, a *Startup* consegue criar um monopólio setorial. Normalmente, ela constrói o seu grande diferencial trazendo soluções que aumentam a acessibilidade a um determinado mercado, barateando o produto ou serviço e massificando o seu uso (ENCK, 2022).

Com isso, é necessário que haja um foco principal em investimentos tecnológicos, já que é o meio mais eficaz de se padronizar e tornar acessível um produto ou serviço, e assim alcançar à finalidade almejada pelas *Startups*.

Após se introduzir com o seu produto ou serviço inovador ao mercado, inicia-se a atração de investidores e a captação de recursos financeiros. Finalmente, ela começa a operação no mercado e vivencia as fases do negócio que serão tratadas neste trabalho.

1.3 Os estágios de vida de uma *Startup*

Antes de se tornar de fato empresa, uma *Startup* nasce de uma ideia e por conta disto, muitas vezes é chamada de embrionária, ou seja, são ideias que serão geradas e desenvolvidas até que chegue à maturidade. Assemelhando-se a forma que nós seres humanos nascemos.

Também, é necessário a compreensão dos estágios de vida deste *IPO* de negócio, pois para uma *Startup* tomar suas decisões de financiamento, mensurar o seu valor e sua estratégia financeira, ela depende do seu estágio de vida. Isso porque, a cada momento, há informações diferentes disponíveis, níveis de incertezas do negócio, velocidade de crescimento e quantidade de investidores, isso tudo varia muito (LOSADA, 2020).

Na figura 2, é mostrado os estágios de vida da *Startup* para melhor compreensão:

Figura 2 - Os Estágios de vida da *Startup*



Fonte: Losada (2020)

De acordo com a autora Losada (2020), essas cinco fases de crescimento são generalizadas, podendo não atender a toda especificidade e por isso pode ser adaptado pelo *IPO* do negócio, aumentando as fases ou implementando peculiaridades necessárias.

Por fim, vale ressaltar a fase em que se atinge a maturidade, na qual cada negócio entenderá a especificidade do seu business e as suas necessidades. De acordo com a autora, alcançar essa fase não é deixar de crescer aceleradamente, mas que o negócio se tornou tão relevante ao ponto que o crescimento se relaciona a expansões e manutenção, e não necessariamente como em outra fase, onde tinha como foco o crescimento exponencial. (LOSADA, 2020),

1.4 Modelos Desenvolvimento e Gestão em *Startups*

Em meados dos séculos XVIII e XIX, já em um sistema capitalista, tornou-se preocupante a gestão do trabalho pelos administradores e economistas que formavam as nascentes empresas modernas. Nesse sentido, havia a necessidade de gestão dos grandes grupos de trabalhadores que estavam inseridos em ambientes com altas tecnologias industriais e que tinham como objetivo o aumento da produção e conseqüentemente, o aumento do lucro.

Diante deste contexto, surgem os modelos de gestão em diferentes abordagens e em diferentes correntes do pensamento (ROSA e MARÓSTICA, 2016). Acredita-se, também, que as leis trabalhistas foram de extrema importância neste processo, uma vez que a sociedade estava passando pela Revolução Industrial, logo foi necessário se pensar em uma nova perspectiva de organização social trabalhista.

O modelo de gestão “é compreendido como o conjunto de princípios, técnicas e explicações que orientam a concepção e o modo de funcionamento de todos os elementos constituintes de uma organização” (PEREIRA e SANTOS, 2001). Entretanto, é ressaltado por Ferreira et al. (2009) que algumas pessoas acreditem que um modelo de gestão é estático e já definido, contrariando isso, os dias atuais trazem à tona uma visão mais dinâmica, visto que as empresas estão inseridas em um contexto de alta complexidade e em um mundo

globalizado. Com isso, os modelos de gestão precisam ser cada vez mais flexíveis e capazes de se adequarem as necessidades do ambiente.

Os autores Rosa e Maróstica (2016) corroboram que as empresas modernas concebem o modelo de gestão de forma cuidadosa para o modelo aplicado ser eficiente e eficaz. Ao contrário de outras empresas, em que o modelo de gestão se torna resultado da história e evolui de maneira natural.

Para Redwood et al (2000), gestão é a combinação de tecnologia, técnica, arte e disciplina para se alcançar o sucesso no mundo empresarial da atualidade. Consoante a isso, Ries (2011) afirma que no contexto das *Startups* para aplicar um modelo de gestão deve existir cautela em colocar práticas de gestão tradicionais pelo receio de engessar o processo criativo e impor excesso de burocracias. Diante disso, o autor ainda destaca que no último século a administração rendeu abundantes materiais de sucesso para gestão, mas os princípios utilizados de nada servem para lidar com as incertezas vividas pelas *Startups*.

Além do mais, é justamente nesse ambiente de incertezas extremas que estão situadas as *Startups* e para Ries (2011), essas empresas não são um produto, mas sim uma instituição constituída que por consequência disto necessita de fortes modelos de gestão, flexíveis e adaptáveis, para um contexto desafiador.

Todavia, Blank (2010) ainda salienta que o modelo de negócio é o fluxo em que a empresa cria, entrega e captura valor. De forma comum em *Startups*, o modelo de negócio pode ser alterado a depender das necessidades que surgirem daquilo que foi previsto inicialmente e busca-se metrificar o sucesso, ganho de usuários, tráfego etc. Neste início, os objetivos do modelo pode ser lucro, receita ou número de usuários, isto depende do que fora combinado com os investidores.

Diante disso, os modelos de desenvolvimento e gestão mais utilizados pelas *Startups* para o seu contexto são: a *Startup* enxuta, o Desenvolvimento de clientes e a Geração de modelo de negócios.

1.4.1 *The Lean Startup*

O modelo de *Startup* enxuta advém da manufatura enxuta que foi um sistema desenvolvido por Taiichi Ohno e Shigeo Shingo, na Toyota. Dentre os princípios deste modelo de pensamento enxuto (RIES, 2011) estão o melhor aproveitamento dos conhecimentos e criatividade dos trabalhadores. Esse pensamento ensinou ao mundo as diferenças entre tarefas de criação de valor e de desperdícios, a fim de demonstrar como agregar valor de dentro para fora nos produtos com qualidade (RIES,2011). Com isso, a *Startup* enxuta adapta as ideias citadas anteriormente para o contexto dos empreendedores. Desse modo, propõe que a avaliação de progresso seja diferente de como acontece em empresas tradicionais.

Eric Ries (2011) é o autor do livro “*The Lean Startup*” e quem criou a estratégia para um novo modelo de negócio que tem como foco direcionar as *Startups* para realizarem a alocação de recursos eficientemente. Segundo o autor, uma teoria que aborde o empreendedorismo, “precisa fornecer um método de medição do progresso no contexto de incerteza extrema” (RIES, 2011). Consoante a isso, o modelo de *Startup* enxuta ensina os empreendedores a avaliar a produtividade de outra forma e por isso, o objetivo da *Startup* é o mais rápido possível a descobrir qual o produto a ser criado, assim como os desejos dos clientes.

De outro modo, “A *Startup* enxuta é um novo modo de olhar o desenvolvimento de produtos inovadores. Enfatizando a interação rápida e a percepção dos clientes, uma visão gigantesca e uma grande ambição, tudo ao mesmo tempo” (RIES, 2011).

Os cinco princípios da “*Lean Startup*”, de acordo com Ries são:

1. Os empreendedores estão por toda parte: O modelo de *Startup* enxuta é aplicável a qualquer tamanho de empresa ou ramo de atividade, desde que esteja dentro do conceito do autor que define *Startup* como “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob

condições de extrema incerteza”. Logo, isso significa que os empreendedores estão por todos os lugares.

2. Empreender é Gerenciar: Uma *Startup* é uma instituição e como tal, exige um *IPO* de gestão não apenas como se fosse um produto. Com isso, ela precisa estar preparada para um ambiente de extrema incerteza.
3. Aprendizagem validada: As *Startups* não são somente para vender produtos ou serviços, atender clientes ou gerar caixa, “mas também para aprender a construir um negócio sustentável”. Isso pode ser validado por meios científicos através de experimentos que permitam testes.
4. Construir-medir-aprender: O principal objetivo de uma *Startup* é transformar suas ideias em produtos, avaliar o comportamento do consumidor e após isso, concluir se deve continuar ou pivotar.
5. Contabilidade para inovação: Para manter as inovações e melhorar os resultados é necessário estabelecer metas, medir o progresso e priorizar tarefas, assim precisa-se prestar contas, o que exige uma contabilidade específica para as *Startups*.

1.4.2 Geração de modelo de negócios

De acordo com Osterwalder e Pigneur (2011), “um modelo de negócios descreve a lógica de criação, entrega e captura de valor por parte de uma organização” e como visto anteriormente Steve Blank (2010), ressalta que uma *Startup* procura um modelo repetível e escalável e que nessa busca ela modifique e inove de acordo com os desafios, de tal modo que alcance a melhor maneira de se obter sucesso.

No livro *business model Generation* por Osterwalder e Pigneur (2011), propõe a busca por um conceito de modelo de negócio de fácil descrição e que facilite possíveis discussões. De modo que esse conceito necessariamente seja relevante, simples e intuitivo, mas que ao mesmo tempo, não simplifique tanto defronte a alta complexidade do funcionamento de uma empresa.

Com isso, é perceptível que as propostas dos autores Osterwalder e Pigneur concordam com as propostas de Steve Blank e Eric Ries, uma vez que o conceito trabalhado nos próximos parágrafos, permite às *Startups* a buscarem um modelo de negócio eficiente e de soluções mais rápidas, imprescindível para o ambiente de instabilidade e competitividade ao qual estão inseridas.

Isto posto, o Conceito aplicado por Osterwalder e Pigneur (2011) permite pensar e descrever o modelo de negócio da organização. De modo a tornar uma linguagem comum de fácil compreensão para manipular modelos de negócios a fim de aplicar novas estratégias em ação. O conceito proposto pelos autores é de que o modelo de negócio pode ser descrito por nove componentes básicos e que permeiam pelas quatro áreas principais de um negócio: Clientes, oferta, infraestrutura e viabilidade financeira. Dessa forma, o conceito mostra de forma lógica como a organização quer gerar valor.

Consequentemente, os autores Osterwalder e Pigneur (2011) propõem os nove componentes chamados de *Business model Canvas*. Isto posto, este modelo demonstra os principais aspectos para a construção de um modelo de negócio de forma intuitiva e de rápida visualização, a fim de evidenciar o seu funcionamento e instigar formas de inovações.

Figura 3 - Modelo de negócios Canvas





Fonte: Osterwalder e Pigneur (2011)

1.4.3 Desenvolvimento de Clientes

De acordo com Dorf e Blank (2018) no livro *Startup – Manual do Empreendedor*, as *Startups* possuem carência em testar hipóteses nos seus modelos – Mercado, canais, preço e cliente - e assim transformar o que estimou em fatos. Além disso, os modelos de negócios tradicionais não mostram a inserção do *feedback* dos clientes até a etapa de teste betas e para os autores isso já é tarde demais.

O modelo de desenvolvimento produzido pelos autores possui o objetivo de resolver 9 problemas de desenvolvimento de produto, denominado por Blank e Dorf (2012) como “Os nove pecados mortais do Modelo de Lançamento de um novo produto”:

1. Presumir que “Eu sei o que o cliente quer”: No início a *Startup* não tem clientes e ao menos que o empreendedor seja um especialista, ele não sabe o que o cliente realmente quer. Para isso, é necessário realizar estimativas e hipóteses antes do processo produtivo e validando com os clientes. Nesse momento, a *Startup* nada mais é que uma iniciativa com base em fé e palpites.

2. “Eu sei quais são as características do Produto”: Vinculado ao pecado anterior, o empreendedor acredita que sabe quais características atraem o consumidor em seus produtos. Entretanto, nas etapas de desenvolvimento de produto, o progresso é acompanhado e validado em cada etapa, até o término do produto.
3. Foco na data de lançamento: Os modelos tradicionais preveem testes do produto, mas raramente de aperfeiçoá-lo e por isso, colocam o produto original no mercado com o mínimo de falhas. Porém, as empresas iniciantes não podem focar somente no lançamento, é necessário levar em consideração o processo de conhecimento do cliente. É normal que as empresas queiram lançar e comercializar os seus produtos, mas não podem fazer isso antes de saber se haverá oferta e demanda.
4. Ênfase na execução em lugar de hipóteses, testes, aprendizagem e interação: Diferente das empresas tradicionais, as *Startup* precisam operar no modo pesquisar, na qual testam e validam suas hipóteses iniciais. Com isso, elas apreendem com os resultados dos testes, refazem hipóteses e voltam a testá-las, a fim de alcançar um modelo de negócio sustentável e lucrativo.
5. Planos de Negócios tradicionais não incluem tentativa e erro: No plano de negócio tradicional de produção, ele deixa claro para o conselho de administração as fases da execução de um produto e suas fases de execução, na qual presumem o atingimento do que foi estabelecido. Além disso, há a avaliação financeira por meio de demonstrações, balanços e fluxos de caixa, mesmo que ainda não tenha receita para medir. Para as empresas tradicionais é mais difícil adotarem esses métodos de avaliação, pois já possuem clientes e um modelo de negócio pré-estabelecido. Ao contrário das *Startups*, nas quais todos esses métodos são úteis. Nessa perspectiva, nestas empresas não são feitas perguntas que não agregam valor, uma vez que permanecem focados nos parâmetros financeiros de taxa de utilização dos recursos e número dos meses restantes para o fim do saldo no banco.
6. Confundir Títulos e cargos tradicionais com o que uma *Startup* precisa para cumprir o objetivo: As *Startups* tomam por base o nome das áreas

funcionais das empresas já estabelecidas. Todavia, vale lembrar que esses trabalhos são desenvolvidos por um modelo de negócio conhecido. Por exemplo, um time de vendas de uma empresa tradicional, já comercializa determinando produto ou serviço, dominam as características deles, são conhecidos pelos clientes e já possuem preço e condições padronizados. No caso das *Startups*, eles ainda estão buscando isso. Contudo, pode ocorrer mudanças a todo tempo no estágio inicial, como público-alvo, as apresentações de produto e as especificações, por isso, essas empresas precisam das habilidades encontradas em profissionais do modelo tradicional que já costuma vender produtos conhecidos. No que tange a prospecção, são necessárias pessoas com habilidades para mudanças, que saibam lidar com o caos, que se sintam-se tranquilas em situações de riscos e aprendam com fracassos.

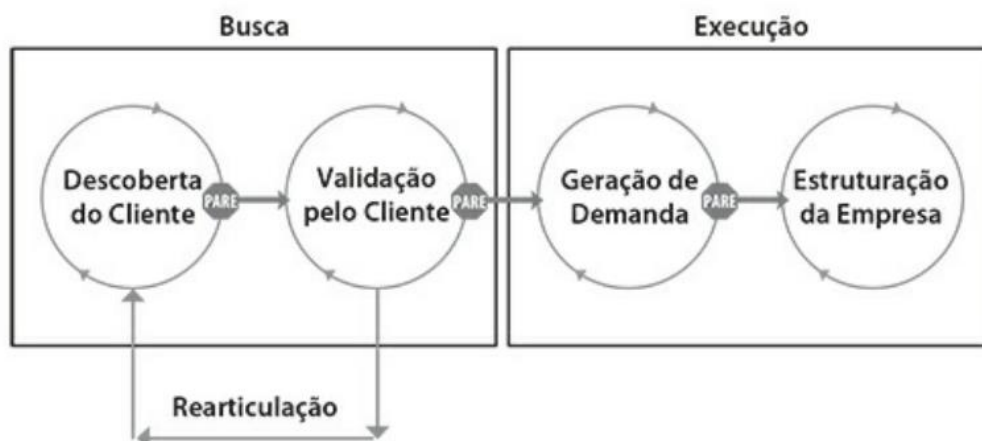
7. Vendas e Marketing executam o plano: Dado o consenso do plano de negócio e o modelo tradicional para introduzir um produto ou serviço ao mercado e já é estabelecido estimativas, aportes de capital, projeções de receita e data de lançamento, as áreas de vendas e marketing iniciam seus planos de ação e acompanham os progressos por meio do plano de negócio, assim como os executivos e conselho de administração irão se basear no plano e nas atividades a serem executadas. Isso para empresas conhecidas faz sentido, mas para a maioria das *Startups* medir o progresso por meio de um plano de negócio, é simplesmente inviável dado que há ausência de feedbacks dos clientes e até mesmo certa omissão em compreendê-los.
8. Presunção de sucesso leva a aumento de escala prematuro: Com plano de negócio e as projeções financeiras, o modelo tradicional de lançamento de produto supõe que cada etapa é feita sem falhas e o decorrer de uma etapa para a outra é realizada facilmente e sem transtornos. Este modelo deixa pouco ou nenhum espaço para eventuais erros, aprendizagens adquiridas nas etapas e feedbacks dos clientes. Logo, até mesmo executivos experientes se tornam pressionados pela contratação de mais pessoal, sem levar em consideração o progresso

alcançado do plano de negócio e isso pode acarretar a *Startup* ao aumento prematura de escala. É recomendado que a admissão de pessoal e aumento de gastos seja realizado somente após as vendas e o marketing serem processos previsíveis, escaláveis e replicáveis e não somente quando for indicado pelo plano de negócio ou aumento de escala.

9. Gerir na crise leva a altos custos de financiamento: Alguns erros podem começar bem no início. O time de vendas pode não alcançar as suas metas e após um tempo, mesmo com algumas mudanças podem resultar na demissão do Vice-Presidente de Vendas já pressionado pelo conselho administrativo. Com isso, há uma nova contratação e o novo (a) VP identifica que a empresa apenas não conhece ainda o seu cliente ou como vender para eles. Logo é feito um diagnóstico entre vendas e marketing onde veem os erros e criam assim um plano de vendas que pode até garantir alguns meses do(a) novo(a) contratado(a) para a VP de vendas. Algumas vezes, esse processo pode ocorrer mais de uma vez até a empresa encontrar o caminho correto e ter muitos clientes, mas em tempos de escassez monetária, uma próxima rodada de investimento pode não ocorrer.

O modelo apresentado na figura 4 de desenvolvimento de cliente é projetado para resolver os nove problemas identificados pelos autores.

Figura 4 - O modelo de desenvolvimento de clientes



Fonte: Blank e Dorf 2012

De acordo com os autores, o primeiro e o segundo são a pesquisa para o modelo de negócio e o terceiro e o quarto para executar o modelo que já foi testado e comprovado.

- **Descoberta de cliente:** Capturam a visão dos fundadores transformam em hipóteses. Através disso, desenvolvem um plano de ação e testam as reações dos clientes para averiguarem se as hipóteses se tornam fatos.
- **Validação pelo cliente:** É verificado se o modelo de negócio é repetível e se tem escalabilidade, em caso negativo, retorna-se ao ponto anterior.
- **Geração de demanda:** Inicia-se a execução, define a quantidade de usuários finais, canal de vendas e dimensionamento.
- **Estruturação da empresa:** É a transição de uma *Startup* para uma organização. Dessa forma, foca na execução de um modelo de negócio testado e aprovado.

2 Fontes de Financiamentos

2.1 Fontes de Recursos

A base para qualquer empresa é por meio de recursos financeiros. Nenhuma empresa, mesmo que sem fins lucrativos se mantém sem este recurso. Para tanto, as empresas necessitam desses recursos para a sua fundação, manutenção e sustentação. Com isso, o empreendedor ou gestores da organização devem avaliar suas formas de angariação de fundos. Contudo, é necessária uma avaliação minuciosa através das possibilidades para assim, escolher uma fonte de recurso eficiente e eficaz.

Assaf Neto (2020) aponta algumas decisões financeiras de toda organização e uma delas são as decisões de financiamento, na qual preocupa-se com a melhor escolha dos recursos financeiros e da proporção ideal a ser mantida entre capital próprio e capital de terceiros. Com o intuito de tomar a decisão da melhor estrutura de financiamento da empresa, resguardar sua capacidade de pagamento e fundos com custos reduzidos em relação ao retorno esperado das suas aplicações financeiras.

De forma geral, as empresas possuem a disposição diversas fontes de captação que podem ser próprios, por meio de acionistas, sócios e pela sua própria geração de recursos ou recursos de terceiros, obtidos de fornecedores, captados de instituições financeiras pela oferta de empréstimos ou financiamentos.

Para exemplificar o que foi dito anteriormente, no momento que uma empresa contrai empréstimo, ela recebe os valores monetários dos seus credores e em contrapartida, adquire uma obrigação na qual deverá pagar o valor principal acrescido de uma determinada taxa de juros determinada na captação. No caso da captação de recursos pelos acionistas, não há um retorno fixo, mas eles detêm ações que permitem a obtenção de uma fração do fluxo de caixa e lucros. Sendo assim, a escolha entre capital próprio e de terceiros é conhecida como a decisão de estrutura de capital. (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2018).

Portanto, o acionista é quem detém todo o risco, uma vez que ele não possui garantias de retorno do capital investido, mas em troca disso, ele compra parte da empresa e obtém participação nos resultados. Já quando é assumida

uma dívida com terceiros a empresa se coloca em risco, em virtude de ter obrigações financeiras que terão de ser pagas independentes da sua situação financeira. Essas dívidas com terceiros, também são conhecidas como dívidas onerosas, ou seja, elas geram encargos financeiros.

2.2 Captação de recursos de terceiros

Como todo empreendimento se faz necessário a busca por capital para sustentar o seu crescimento, financiar novos projetos e até mesmo para a manutenção do negócio, e com as *Startups* não ocorre de forma diferente. Sob esta ótica, o capital do empreendedor é importante para iniciar a operação, mas muitas das vezes, não é o suficiente para o médio e longo prazo.

Com isso, Losada (2020) alerta que a cada estágio de vida da *Startup*, conforme visto anteriormente, é importante uma busca por financiamento, seja ele com investidores ou credores. Isso se deve, as dinâmicas e incertezas em que se encontram e por isso o financiamento deve estar alinhado com as necessidades e o seu momento. A autora cita três *IPOs* de financiamento: Dinheiro próprio do fundador (*Bootstrapping*); Dívidas com terceiros (*Debt*) e por último, investidores que buscam se tornar sócios do negócio através de aportes (*equity*).

Os recursos de terceiros são demonstrados nas contas patrimoniais passivas e de acordo com Wernke (2008), a captação é realizada para prover no caixa da empresa o capital necessário para suas atividades ou para que os investimentos projetados sejam concretizados. Além disso, segundo Dornelas (2012), qualquer empresa pode buscar por captação de terceiros, sendo que essa captação pode ser realizada por pessoas físicas como amigos e familiares, não restringindo somente as instituições financeiras. Essa forma de captação geralmente é procurada por empresas iniciantes que não possuem capital próprio ou não possui o suficiente para a operação. Conforme mencionado por Silva e Alves (2018) há algumas alternativas para captar recursos com terceiros:

Familiares e amigos – Essa forma de captar é a mais comum para quem está iniciando um negócio. Um ponto de atenção importante, é a necessidade de realizar um contrato, no qual seja previsto todas as condições negociadas para esse *IPO* de empréstimo.

Investidor Anjo – O investidor anjo é uma pessoa física que aplica capital no negócio e em troca passa a ter participação acionária na empresa.

Capital Semente – Conhecido em inglês como *Seed Money* ou *Seed Capital*, são recursos obtidos por pessoa jurídica e usualmente é utilizado por empresas que já possuem clientes, mas que ainda precisa de recursos para expansão.

Financiamento Bancário – Um dos mais usados por empresas e que possui como característica a necessidade do pagamento de juros e o valor principal da soma captada. Essa dívida adquirida pelo empreendedor tem taxa de juros ou algum *IPO* de remuneração e possuem as suas datas de vencimento determinadas

Venture Capital – Recurso oferecido a empresas de pequeno e médio porte que possuem potencial de crescimento. Assim, esse capital possui a finalidade de financiar o crescimento inicial da empresa que captou.

Antes da empresa buscar recursos de terceiros, ela necessita conhecer o custo de capital de terceiros e assim relacionar com a viabilidade de projetos nos quais se pretende aplicar, ou seja, mensurar se os valores serão viáveis. Para saber o custo desse recurso, a empresa pode estabelecer diante dos passivos onerosos, de acordo com os empréstimos e financiamentos contraídos. (Assaf Neto, 2020).

Consoante a isso, nos financiamentos ou empréstimos bancários existem efeitos positivos e negativos. De acordo com a Losada (2020), esse crédito tomado contribui para compartilhar o risco, uma vez que reduz a concentração do risco para os investidores acionistas e permite a implementação de estratégias de negócio de forma mais rápida, pois o empreendedor pode

acessar as linhas de créditos em velocidade maior, fazendo com que o negócio não demore a ser concretizado. Entretanto, isso pode variar pelas oportunidades de acesso a capital que o empreendedor terá, assim como a depender do seu perfil e das condições da *Startup*. Por último, há o benefício fiscal da dívida (Lucro real) que no caso de uma *Startup* estar nesse regime tributário, ela pagará o imposto de renda de acordo com o seu lucro real e nessa base de cálculo são deduzidos os juros dos empréstimos, logo a empresa tem uma participação na economia do imposto de renda.

Todavia, a opção de recorrer a empréstimos em bancos também é interessante para o empreendedor se manter como societário e não precisar de novos sócios. Além disso, quando a *Startup* tem menor risco de dar errado, essa fonte de financiamento é uma boa alternativa. Ainda mais se representar menor risco, com o capital próprio os ganhos obtidos no futuro serão totalmente de direitos da *Startup*.

Em contrapartida, há um eminente risco de falência advindo desse financiamento. Pois, caso haja baixas expectativas de fluxos de caixa futuros, a instituição bancária não tem interesse em financiar um crescimento no longo prazo ou em negócios de alto risco, mas está interessada na capacidade de pagamento da empresa (LOSADA,2020).

Por prazo, é sempre importante ponderar os juros envolvidos, a existência ou não de carência e se o fluxo de pagamento está adequado aos planos da companhia. Além disso, o indexador utilizado também é super relevante. Por exemplo, prazos mais longos podem trazer cenários econômicos mais adversos – com inflação ou juros persistentemente em patamares altos por exemplo (RAMA, 2021).

Para tanto, é de extrema importância a utilização desses recursos de maneira inteligente e de forma analítica. Sendo necessário a avaliação do retorno que a empresa poderá obter por meio dos projetos ou capital de giro, no quais ela pretende financiar. Por fim, uma dívida contraída estrategicamente pode resultar em retornos maiores do que os custos com capital de terceiros.

2.3 Venture Capital

Todo investidor almeja obter retornos elevados em valores mobiliários por meio de aplicações financeiras. Um meio de fazer essa aplicação é através de aportes de recursos em empresas que eles enxergam com grande potencial de crescimento no futuro. De um lado, existem investidores em busca de altos retornos, do outro lado temos as *Startups* que possuem a necessidade dos aportes e de rodadas de investimentos para corroborar com o seu crescimento e o tão sonhado status de unicórnio. Essa modalidade de investimento é chamada de Capital de Risco ou *Venture Capital*.

De acordo com Soledade et al (1997), capital de risco é uma forma de investimento em valores mobiliários (ações, debêntures, bônus de subscrição etc.), em empresas de sociedade anônima que demonstram um cenário de alto crescimento, para posterior revenda e com a obtenção de ganhos de capital expressivos. Esse *IPO* de investimento assume uma operação inovadora se comparada aos financiamentos tradicionais. E, de maneira lógica, os investidores em capital de risco aceitam o elevado risco na aplicação, considerando as perspectivas de retornos na operação. Contudo, existem maneiras de diluir esse risco com a diversificação das empresas no portfólio.

Lorentz (1989) define capital de risco como um financiamento de longo prazo com participações acionárias e com remuneração por ganhos de capital.

Outra definição que corrobora com as citadas anteriormente é a do Montezano (1983), no qual ressalta que esse *IPO* de investimento é direcionado para organizações cuja rentabilidade são superiores ao custo de oportunidade do capital e já considerando o risco envolvido na operação.

Há evidências que o investimento em capital de risco nas empresas jovens, acelera o crescimento, cria mais valor e gera mais empregos, se comparado com outras empresas. (KEUSCHNIGG, 2004). Entretanto, os empreendedores muitas das vezes possuem dificuldades de acesso a recursos financeiros no modo tradicional, empréstimos bancários. Corriqueiramente, as empresas inovadoras e novas necessitam de muito capital para conseguir se desenvolver e nem sempre o empreendedor detém de todo recurso necessário e acesso a financiamentos externos. Por isso, é necessária a busca de

investimento em capital de risco como uma fonte alternativa de capital direcionado para os empreendedores.

Para Brealey e Myers (1992) capital de risco é um investimento feito em empresas privadas que podem ser utilizados por investidores especializados, empresas focadas nessa modalidade e investidores individuais que possuem capital para operar em um ambiente de elevado risco.

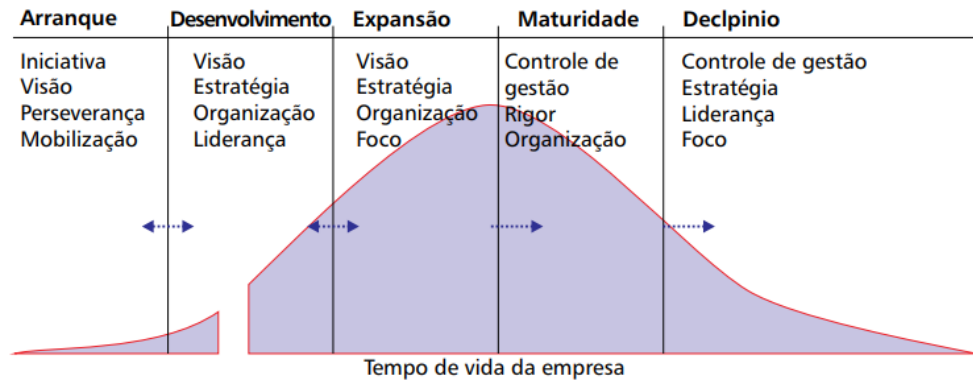
Diante disso, os investidores de capital de risco devem de maneira criteriosa selecionar a empresa que receberá o aporte financeiro. Isso implica na análise de aspectos relevantes da empresa, como a qualidade do produto, principais características das tecnologias usadas, potencial de mercado, estratégias comerciais, quadro societário etc. Por isso, é de extrema importância que o analista de investimentos seja capacitado e assim, escolher as empresas investidas com potencial de sucesso. (SOLEDADE et al, 1997).

Igualmente ocorre em outras modalidades, os investimentos em capital de risco exigem daquele que realiza o aporte financeiro, a diversificação na carteira para diluir o risco. De modo que, o sucesso ou insucesso não dependa exclusivamente de uma única empresa ou eventuais prejuízos sejam compensados por outras empresas do portfólio.

Os termos *Private Equity* e *Venture Capital* ainda não possuem uma definição que por vezes ocasiona problemas de compreensão. No entanto, há um consenso no meio acadêmico e profissional que define os investimentos de capital venture para empresas em estágio inicial e *Private Equity* para empresas em estágio de maturidade e expansão do negócio. (TITERICZ, 2003).

No Brasil, de acordo com o estudo realizado, intitulado "A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*: 2º Censo Brasileiro" pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI (2009), é classificado os estágios e modalidades desse investimento, conforme o ciclo de vida da empresa ilustrado na figura 5 pela Global Business Brokers (2010):

Figura 5 - Ciclo de Vidas das Empresas



Fonte: GBB (2010)

Estágio inicial:

- *Seed*: Capital semente. Aporte menor feito em fase pré-operacional para testes, desenvolvimento ou registro de patentes. (Primeira rodada de investimento em fase de pré-incubação).
- *Startup*: Aporte em empresas em fase de estruturação, em seu primeiro ano de vida e que ainda não comercializa os seus produtos ou serviços. Nesse estágio, o capital aportado é utilizado para desenvolvimento e marketing do produto. (Primeira rodada de investimento).

Desenvolvimento:

- *Venture Capital – Early Stage*: Nessa fase, a empresa já tem seus produtos ou serviços testados comercialmente, possui até quatro anos de operação e o faturamento de até R\$ 8 milhões. (Segunda rodada de investimento).
- *Venture Capital – Later Stage*: A empresa atinge a fase plena da comercialização e a rápida expansão faz com que precise de mais recursos para ampliar a comercialização, melhorias no produto,

aumento da capacidade produtiva, etc. (Terceira e quarta rodada de investimentos)

Expansão:

- *Private Equity – Growth*: Aporte utilizado para expansão ou crescimento de uma empresa que já possui linhas de produtos e marca consolidada. Com isso, destina-se o aporte para capital de giro, expansão de distribuição ou formação da marca. Nesse estágio a taxa de crescimento de vendas é de 25% ao ano.

Maturidade:

- *Private Equity – Later Stage*: A empresa que chega nesse nível já possui uma alta taxa de crescimento, sua marca já é consolidada no mercado, possui um fluxo de caixa expressivo e pode iniciar sua expansão por meio de M&A de empresas do mesmo setor.

Considerando o Brasil, de acordo com um levantamento realizado pela KPMG com a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), os aportes de *Venture Capital* de 2021 somaram R\$ 53,8 bilhões, valor esse que representou um aumento de 128% comparado com 2020. (ROLFINI, 2022).

Portanto, é perceptível a importância do *Venture Capital* para as *Startups* se desenvolverem e crescerem, além dos efeitos positivos na economia como um todo, o que corrobora significativamente em um país em desenvolvimento como Brasil que por consequência possui grande potencial para atração de investidores estrangeiros.

3 Desempenho econômico-financeiro e Mercado de Capitais

3.1 Breve contexto do Mercado de Capitais

O mercado de capital, de modo geral é o responsável pela intermediação entre aqueles que querem captar recursos, por exemplo, para financiar um projeto ou expandir os negócios, e para aqueles que detêm recursos para realizar investimentos e por isso esperam obter um retorno proporcional ao risco que terá na operação. Com isso, é relevante entendermos os principais conceitos e a forma de como o sistema financeiro é estruturado no Brasil.

O Sistema Financeiro Nacional, é compreendido como a junção de instituições e instruções financeiras que possui como principal função de permitir que os tomadores de recursos e os poupadores de recursos realizem as suas transações da forma mais correta possível. Assim, o sistema nacional é quem identifica os agentes econômicos poupadores e por meio dos instrumentos financeiros, realizar a intermediação para os setores que precisam de recursos financeiros. Com isso, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) cumpre na sociedade um papel social e uma função econômica com os processos de distribuição de capital, no qual transfere recursos de pessoas, empresas e governos em situações superavitárias para os deficitários (ASSAF NETO, 2018).

Paralelo a isso, Pinheiro (2019) define de forma sucinta que o sistema financeiro "... como um conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com a finalidade de canalizar a poupança das unidades superavitárias até o investimento demandado pelas deficitárias."

Ainda segundo Pinheiro (2019) o Sistema Financeiro Nacional (SFN) assume três funções básicas na sua atuação, conforme abaixo:

- Simplificar a designação de recursos, permitindo que os agentes tomem suas decisões de investimento e consumo em tempo e localidades geográficas diferentes.
- Canaliza dos recursos da poupança para os investimentos e assim permite um uso alternativo que gere mais ganhos do que a poupança.
- Possibilita ferramentas que redistribuem e diversificam os riscos e dessa forma, permite a gestão pelos agentes de mercado.

Com base nisso, o atual sistema financeiro é regido e criado por meio de duas leis e a sua estrutura pode ser vista pela Figura 6:

- Lei nº 4.595, de 31.12.1964, chamada lei da reforma bancária
- Lei nº 4.728, de 14.07.1965 chamada Lei do Mercado de capitais

Figura 6: Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Banco Central,2021

Com a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN), vale ressaltar os principais atores que permitem o seu funcionamento, são eles: Conselho Monetário Nacional, Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários.

O principal órgão normativo é o Conselho Monetário Nacional, criado pela Lei nº 4.595 tem o intuito de formular a política do crédito e da moeda, com o objetivo do progresso social e econômico do Brasil.

Além disso, o sistema possui dois supervisores. O primeiro é o Banco central, no qual tem o propósito de cumprir as atribuições realizadas pelo

Conselho Monetário Nacional (CMN) determinados na Lei nº 4.595, executar os serviços do meio circulante, receber os depósitos compulsórios das instituições financeiras, controlar o crédito e o capital estrangeiro etc.

Em segundo, tem-se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma autarquia vinculada ao Ministério da fazenda e orientada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) que por meio da Lei Nº 6.385, tem a finalidade de proteger o mercado de valores mobiliários, prestar segurança aos investidores que operam no mercado e possui um papel de incentivador da capitalização das empresas em conjunto com o público em geral, através do lançamento de ações. A CVM possui os seguintes objetivos:

- Fomentar a formação de poupança pelos brasileiros e sua aplicação em valores mobiliários.
- Acionar a expansão e a operar de forma eficiente, regular o mercado de ações e promover aplicações de média a longo prazo em ações do capital social das companhias abertas.
- Proteger os investidores em valores mobiliários de quaisquer irregularidades por parte de administração e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
- Evitar ou deter fraudes ou manipulações que gerem condições enganosas de demanda, oferta e preço dos investimentos negociados no mercado.
- Garantir que o público tenha acesso as informações sobre valores mobiliários negociados das companhias que os tenham emitido.

Além disso, as principais atribuições que competem a CVM, determinados pela Lei nº 6.385 é o poder de disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação de todos os integrantes do mercado da forma descrita abaixo:

- emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- administração de carteiras e custódia de valores mobiliários;

- auditoria das companhias abertas;
- serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Portanto, essa estruturação é a maneira em que o Sistema Financeiro Nacional funciona, por meio das atribuições dos órgãos e supervisores para que o tenham operações financeiras eficientes e que possam corroborar com o crescimento econômico e social do país.

3.2 Bolsa de valores

Como vimos anteriormente, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) possui uma estrutura de funcionamento e a Bolsa de valores é uma operadora no mercado regulamentada e fiscalizada pela CVM.

Por meio do diário oficial de 03.11.1966 foi publicada a resolução nº 39 do Banco Central do Brasil que outorgou a forma de constituição, organização e funcionamento das bolsas. Resolução essa que determinou os objetivos da bolsa de valores, são eles:

- Realização de compra e venda de títulos mobiliários no mercado livre e aberto, de maneira organizada e fiscalizada pelos órgãos competentes.
- Organizar o pregão e o sistema de negociação, além de ter todo o registro das operações bem como sua rápida divulgação.
- Ser fiscalizador dos membros e dos emissores de valores mobiliários no cumprimento de normas regulatórias e legais.
- Assegurar aos investidores a garantia dos títulos e valores negociados.

Sendo assim, a Bolsas de Valores é uma associação civil sem fins lucrativos e o seu patrimônio é por meio de títulos patrimoniais pertencentes as corretoras.

Consoante a isso, Assaf Neto (2020) define as bolsas de valores conforme abaixo:

As bolsas de valores são entidades jurídicas, constituídas muitas vezes na forma de sociedades por ações, com responsabilidades e funções de interesse público. As sociedades corretoras são instituições habilitadas para operar em seus pregões por conta própria e determinada por seus clientes, por meio de negociações com títulos e valores mobiliários. (ASSAF NETO, 2020 p. 52).

O autor ainda ressalta que a principal função da bolsa de valores é que as negociações sejam realizadas no menor tempo, com o valor de mercado justo, formado pela lei da oferta e da demanda, para assim gerar liquidez para os títulos. Além disso, os pregões podem ser feitos tanto por meios eletrônicos quanto físicos e a principal bolsa de valores do Brasil, a BM&Fbovespa, possui três mercados disponíveis: Mercado a termo, Mercado a vista e Mercado de opções. Dentre esses mercados, a diferença básica existente é no que tange ao prazo de liquidação nas operações de compra e venda de ações.

Neste cenário, o Brasil possui a sua bolsa de valores que até então era a Bovespa, porém em 2001 incorporou as operações de todas as bolsas brasileiras existentes e se tornou a bolsa de valores de São Paulo, sendo o local para as negociadas das ações de empresas listadas. Posteriormente, houve uma fusão das antigas bolsas, Bovespa, BM&F e Cetip, na qual resultou na atual bolsa do Brasil, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

Todavia, de acordo com as leis nº 6.385/76 e nº 10.303/01, os títulos mobiliários negociados na bolsa de valores são todo investimento monetário, concretizado por investidores em uma captação estendida para o público, a fim de fornecer capital de risco aos empreendimentos, no qual se espera retorno financeiro positivo no futuro.

Por fim, é dentro deste cenário que se encontram as *Startups* unicórnios que buscam a captação de recursos também pela bolsa de valores.

3.3 IPO

No capítulo anterior, vimos que a bolsa de valores é o meio em que as *Startups* podem captar recursos. Entretanto, para que isso ocorra é necessário que a empresa faça uma oferta pública de ações que significa abertura de capital

para novos acionistas, processo este conhecido como *initial public offering* ou oferta pública inicial.

Para tornar a empresa uma companhia de capital aberto é necessária a emissão de ações para todo o público, essas ações serão transacionadas na bolsa de valores nacional ou em bolsas internacionais. No entanto, é importante ressaltar que esse processo altera significativamente a estrutura societária da organização, uma vez que, outrora ela era controlada por um grupo concentrado de sócios, após o *IPO* ela tem um grande aumento no número de sócios que não possui quaisquer relações pessoais com os antigos sócios. (PINHEIRO, 2019).

No entanto, a abertura do capital pode ser ou não com a oferta de ações. Segundo a Lei nº 6.385/76, as empresas podem emitir os diferentes *IPOs* de títulos abaixo:

- Ações
- Bônus de subscrição
- Debêntures
- Partes beneficiárias
- Notas promissórias

De acordo com Pinheiro (2019), a tomada de decisão para abertura de capital não deve estar ligada exclusivamente pela imediata necessidade de captação de recursos, pois quando no planejamento empresarial é demonstrado uma futura necessidade de capital, os administradores podem buscar opções primárias ou secundárias, de maneira que tanto o mercado quanto a empresa possam estar preparados para uma operação maior no futuro. Ainda de acordo com o autor, existem vantagens e desvantagens nesse processo:

- Aumento de caixa em uma emissão privada e/ou liquidez para os acionistas.
- A empresa pode ter uma nova moeda de troca, nas transações de aquisição ou incorporação de outra empresa.
- Maior visibilidade no mercado para operações de M&A.
- Nova fonte de financiamento e uma maneira de otimizar o endividamento.

- Novo benefício para reter talentos na empresa, pois pode remunerar por meio da opção e compra de ações da empresa.

As desvantagens são:

- Distribuição de lucros para os novos acionistas.
- Auditoria obrigatória.
- Apresentação pública dos resultados da empresa.
- Pagamento anual para a bolsa de valores.
- Manutenção das informações para a CVM, mídia, entre outros.

Segunda a B3, o *IPO* é “... evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa e, posteriormente, o início de negociação dessas ações em bolsa de valores. Essa operação pode ocorrer por meio de uma distribuição primária, de uma distribuição secundária ou de uma combinação entre as duas.” Ilustrado na figura.

Como visto no capítulo 1, as *Startups* possuem estágios de vida e quando chegam no seu estágio de maturidade, abrir *IPO* pode ser uma das suas alternativas. Isso porque nesse estágio se torna difícil continuar crescendo apenas com investimentos privados e se manter como uma empresa de capital fechado.

Figura 7: Razões para a abertura de capital e as modalidades de operações

Razões para a abertura de capital	Modalidade de operação
Captação de recursos financeiros para investimento Reestruturação de passivos	Lançamento Primário
Imagem institucional Arranjos societários Liquidez patrimonial Profissionalização Novo relacionamento com funcionários	Distribuição Secundária

Fonte: Pinheiro (2019)

Portanto, muitas das *Startups* em dado momento, optam por iniciar um processo de *IPO* e com essa oferta pública, busca somas maiores de captação

e oferecem opção de saída para investidores privados. No entanto, é necessário ressaltar que é um processo caro essa abertura de capital, exige alto nível de governança e a coloca em situações de oscilação do mercado financeiro.

3.4 *Valuation* (Avaliação de Empresas)

Antes de mergulhar nas definições de avaliação de empresa nas literaturas de Finanças Corporativas é de suma importância destacar a diferença entre valor e preço para melhor compreensão do processo de avaliação da empresa. Conforme PAIVA (2001), “No campo econômico, “valor” pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva).”

À vista disso, é a preferência do consumidor que depende do grau de utilidade de determinado bem e da escala de preferência para determinar o seu valor. Dessa forma, como há escala de preferência dos seres humanos e grau de utilidade de um bem, não é possível definir e mensurar de forma clara e objetiva, por consequência, para se determinar valores de ativos não há como fugir da subjetividade envolvida (PEREZ E FAMÁ, 2008).

Posto isso, enquanto o valor depende de fatores e é dotado de subjetividade, o preço é exato e corresponde a uma mensuração financeira fidedigna para um processo de compra e venda estabelecido para uma empresa. Todavia, o preço será a consequência de uma negociação, em que se une os desejos dos compradores e as expectativas dos vendedores, que irão utilizar sua mensuração de valor como referência para a tomada de decisão. Uma vez que não haja de forma coerente determinado valor da empresa, os envolvidos passam a ponderar fatores emocionais e interesses especulativos (PEREZ E FAMÁ, 2008). De acordo com a literatura de finanças corporativas, o processo de avaliação de empresa consiste em expressar o potencial de geração futura de riqueza da empresa, ou seja, um valor econômico.

Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de

estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado (FALCINI, 1995).

Consoante a isso, Martinez (1999) ressalta que na prática o avaliador pode utilizar vários métodos e defender o resultado para algo concreto e assim resulta-se em um valor que represente a melhor estimativa da avaliação econômica da empresa.

Na literatura existe uma vasta quantidade de métodos para avaliação das empresas e segundo Damondaran (1997) ressalta-se que não há um modelo em específico considerado como o melhor, mas sim que há o modelo adequado para um cenário específico que dependerá das características da empresa ou ativo. As principais metodologias são as avaliações de empresa por meio do fluxo de caixa descontado, múltiplos de mercado e o modelo patrimonial.

Como visto, o objetivo geral do *Valuation* é aferir o valor justo de uma empresa e é importante para qualquer negócio. Entretanto, para as *Startups* que possuem a captação de investimentos como parte do seu modelo de negócio, a avaliação da empresa é imprescindível para ser um indicador atrativo de novos e potenciais investidores.

Dado que as *Startups* podem passar por diferentes estágios de vida e estar constantemente em cenários de incertezas, o *Valuation* se torna primordial para que o investidor possa por meio de parâmetros verificar o verdadeiro potencial da *Startup*.

4 Teste de evento

Fama et al. (1969) começaram um estudo sobre a metodologia de eventos. Esse teste busca analisar a existência ou não de reações do mercado financeiro dado a um evento específico. Por meio de um conjunto de cotação passadas e em face de adversos eventos poderiam ocasionar de forma relevante ou não os valores das ações na Bolsa de Valores.

Com isso, o teste de evento consiste em identificar as influências que determinados eventos possuem e averiguar eventuais consequências nos resultados corporativos e impactos no mercado de ações. Este teste vem sendo frequentemente utilizado na área de finanças, pelo fato de identificar as variações. Consoante a isso, Paxson e Wood (1998) ressalta que o termo “estudo de evento” é usado amplamente nas áreas Contábil e Financeira, no qual se estuda o comportamento das ações na bolsa em decorrência da colisão de eventos econômicos ou financeiros.

Para essa pesquisa, serão utilizadas as cotações da bolsa de valores brasileira e americana de três *Startups* que atingiram o status de unicórnio, são elas: Nubank, Loft e Stone. Será coletado uma amostra das cotações diárias, x dias antes e x dias depois do evento. Evento esse, que será o anúncio das captações de capital de risco realizados por essas empresas, propagadas na mídia ou pela própria *Startup* em seus canais oficiais.

As cotações serão de dias úteis e organizadas em ordem cronológica, nos quais serão calculados o retorno do próprio papel e o retorno comparado ao índice de mercado com a finalidade de identificar uma valorização ou desvalorização do ativo, dado ao evento.

O presente estudo será compreendido através das seguintes etapas:

1. Definição do Evento
2. Seleção da Amostra
3. Mensuração de retornos
4. Procedimentos de estimação
5. Procedimentos de Teste

6. Resultados

7. Conclusões

De acordo com os pressupostos teóricos de Fama (1970) publicado no *Journal of Finance*, há a hipótese de mercado eficiente e nela ele propõe três maneiras de eficiência de mercado: Eficiência de forma fraca, Eficiência forte e Eficiência semi-forte. Esta última, afirma que todas as informações novas causam efeitos de maneira instantânea no mercado de capitais e assim, reflete no preço das ações.

Portanto, busca-se analisar se essa hipótese reflete no teste de evento e para isso, será calculado o retorno da ação e relacioná-lo com o referido índice de mercado. Será calculado a média móvel acumulada de 5 dias dos retornos, tanto da ação quanto do índice de mercado. Com isso, será analisado nos gráficos se houve alguma mudança nos retornos com o evento e identificar se no período analisado a empresa estudada demonstra potencial ou não de retorno aos seus investidores.

4.1 Breve histórico das empresas

As empresas citadas posteriormente, serão relevantes para esse estudo uma vez que são *Startups* que se tornaram unicórnios e listadas em alguma bolsa de valores. Assim, será possível determinar qual captação será analisada no teste de evento.

4.1.1 Nubank

Com grandes avanços tecnológicos e o desenvolvimento do mercado financeiro surgem empresas denominadas como *Fintech*. A união das palavras em inglês "*Financial*" e "*Technololy*". No meio desses avanços, surge o Nubank em 2013 com um propósito disruptivo na oferta de serviços financeiros por meio da tecnologia.

O setor bancário por muito tempo estava sob o monopólio de cinco grandes bancos e mesmo que com algumas inovações, sempre foi muito engessado e

burocráticos. Os clientes que até então se viam refém desses serviços onde os processos eram demorados, grandes filas nas agências e altas tarifas, virão uma excelente oportunidade no Nubank. Através do aplicativo, o consumidor pode abrir uma conta digital rapidamente, realizar contratação de cartão de crédito sem anuidade e empréstimos com taxas menores. Com a tecnologia, não havia necessidade de agência física e tudo poderia ser resolvido direto no aplicativo do “Roxinho”.

Cada vez mais o banco vem conquistando o consumidor e recentemente se tornou o 5º maior banco em número de clientes superando o Santander, e com o menor índice de reclamação, de acordo com os dados do Banco Central e divulgados pelo Nubank (2022).

Em dezembro de 2021 o Nubank lançou o seu *IPO* na Bolsa de Valores na *New York Stock Exchange (NYSE)* com o objetivo de usar os recursos financeiros para capital de giro, despesas operacionais e de capital e para aumentar o ecossistema por meio de aquisições, investimentos em tecnologia, produto e serviços, segundo o Prospecto do *IPO*.

Na figura 8 consta os principais indicadores de 2021 dessa *Startup*.

Figura 8: Resultados Nubank 2021

Métricas de Clientes	Métricas de Atividade	Métricas Financeiras
53,9 milhões de clientes (+62% YoY)	Volume de Compras de US\$14,3 bilhões (+96% FXN YoY)	Receita de US\$636 milhões (+224% FXN YoY)
41,1 milhões de clientes ativos (+88% YoY)	Portfólio sujeito a ganho de juros de US\$2,0 bilhões (+343% FXN YoY)	Lucro Bruto de US\$227 milhões (+207% FXN YoY)
NPS de 90 e 94 no Brasil e no México	Depósitos de US\$9,7 bilhões (+87% FXN YoY)	ARPAC de US\$5,6 (+72% FXN YoY)
		Custo de Serviço de US\$0,9 (-20% FXN YoY)

Fonte: Relação com Investidores Nubank

Para suportar as estratégias de crescimento e monetização dos seus produtos, o Nu realizou as captações listadas na figura 9.

Figura 9: Histórico de Captação de Recursos Nubank

Data anunciada	Nome da transação	Número de investidores	Dinheiro Arrecadado	Investidores Líderes
27 de abril de 2016	Financiamento de dívidas - Nubank	1	US\$ 56 milhões	Goldman Sachs
6 de dezembro de 2016	Série D - Nubank	6	US\$ 80 milhões	DST GLOBAL
17 de agosto de 2017	Financiamento de dívidas - Nubank	2	R\$ 455 milhões	Fortress Investment Group, Goldman Sachs
1º de março de 2018	Série E - Nubank	8	US\$ 150 milhões	DST GLOBAL
8 de outubro de 2018	Mercado Secundário - Nubank	1	US\$ 180 milhões	Tencent
26 de julho de 2019	Série F - Nubank	7	US\$ 400 milhões	TCV
28 de janeiro de 2021	Série G - Nubank	8	US\$ 400 milhões	GIC, Invesco, Whale Rock Capital Management
8 de junho de 2021	Série G - Nubank	9	US\$ 750 milhões	Berkshire Hathaway, Sands Capital Ventures
16 de fevereiro de 2022	Patrimônio líquido pós-IPO - Nubank	1	US\$ 1 bilhão	Berkshire Hathaway
11 de abril de 2022	Dívida pós-IPO - Nubank	5	US\$ 650 milhões	—

Fonte: *Crunchbase*

De acordo com o *Crunchbase*, o Nubank em suas rodadas de investimento arrecadou um total de US\$ 3,9 bilhões para manutenção da sua operação. A captação de US\$ 1 bilhão realizada em 16 de fevereiro de 2022 *pela Berkshire Hathaway* será utilizada no teste de evento.

4.1.2 Loft

A Loft foi fundada em 2018 e surgiu com o propósito de ser um facilitador na compra de apartamentos por meio de tecnologia. Atualmente, ela permite que o comprador tenha todas as informações necessários para a sua tomada de decisão como, análise dos preços e históricos de compra e venda, conhecer o apartamento digitalmente com todos os detalhes e foi a primeira empresa do ramo imobiliário a disponibilizar escritura digital. Assim, a empresa por meio da plataforma, permite desde a visitar o apartamento digitalmente até assinar o contrato digitalmente.

Sua atuação iniciou em bairros de alto padrão em São Paulo, com o objetivo de atender a uma demanda reprimida e foi nesses bairros que a empresa comprovou a aplicabilidade do negócio. Logo depois, as operações foram estendidas para outros bairros de São Paulo e Rio de Janeiro.

O seu crescimento exponencial se deu através de forma estratégica na captação de capital de risco. Conforme histórico de captações na figura 10.

Figura 10: Histórico de captação de Recursos Loft

Data anunciada	Nome da transação	Número de investidores	Dinheiro Arrecadado	Investidores Líderes
1 de janeiro de	Série A - Loft	13	US\$ 18 milhões	Monashees
20 de março de 2019	Série B - Loft	9	US\$ 70 milhões	Andreessen Horowitz , Quinta Muralha
3 de janeiro de 2020	Série C - Loft	8	US\$ 175 milhões	Andreessen Horowitz , Capital Vulcana
23 de março de 2021	Série D - Loft	33	US\$ 525 milhões	Baillie Gifford , D1 Capital Partners

Fonte: Crunchbase

De acordo com o *Crunchbase*, a LOFT em suas rodadas de investimento arrecadou um total de US\$ 788 milhões para manutenção da sua operação. A captação da série D de US\$ 525 milhões realizada em 23 de março de 2021 pela Baillie Gifford e D1 Capital Partners será utilizada no teste de evento.

5 Desenvolvimento

Com o intuito de examinar as reações do mercado frente aos anúncios de captações de investimento foi aplicado o teste de evento relacionando o retorno do ativo com o índice de mercado. Foram escolhidas quatro *Startups* listada na Bolsa de Valores e que sejam unicórnios, ou seja, avaliada em mais de 1 bilhão de dólares.

A data do evento escolhida é a da captação de investimento, conforme figura 11, foi denominada como Dia 0 e foram coletadas as cotações na bolsa de valores e obtida a média móvel de 5 dias acumulados do retorno do ativo, sendo considerado 10 dias antes e 10 dias depois da captação de investimento.

Figura 11: Datas de anúncio da Captação



Data anunciada	Nome da transação	Número de investidores	Dinheiro Arrecadado	Investidores Líderes
27 de abril de 2016	Financiamento de dívidas - Nubank	1	US\$ 56 milhões	Goldman Sachs
6 de dezembro de 2016	Série D - Nubank	6	US\$ 80 milhões	DST GLOBAL
17 de agosto de 2017	Financiamento de dívidas - Nubank	2	R\$ 455 milhões	Fortress Investment Group , Goldman Sachs
1º de março de 2018	Série E - Nubank	8	US\$ 150 milhões	DST GLOBAL
8 de outubro de 2018	Mercado Secundário - Nubank	1	US\$ 180 milhões	Tencent
26 de julho de 2019	Série F - Nubank	7	US\$ 400 milhões	TCV
28 de janeiro de 2021	Série G - Nubank	8	US\$ 400 milhões	GIC , Invesco , Whale Rock Capital Management
8 de junho de 2021	Série G - Nubank	9	US\$ 750 milhões	Berkshire Hathaway , Sands Capital Ventures
16 de fevereiro de 2022	Patrimônio líquido pós-IPO - Nubank	1	US\$ 1 bilhão	Berkshire Hathaway
11 de abril de 2022	Dívida pós-IPO - Nubank	5	US\$ 650 milhões	—



Data anunciada	Nome da transação	Número de investidores	Dinheiro Arrecadado	Investidores Líderes
e 10 de abril de 2012	Série A - VTEX	1		Buscapé
d 4 de setembro de 2012	Série B - VTEX	2	US\$ 225 milhões	Naspers , Riverwood Capital
c 22 de novembro de 2019	Série C - VTEX	6	US\$ 140 milhões	SOFTBANK Latin America Ventures
b 30 de setembro de 2020	Série D - VTEX	6		Lone Pine Capital , Tiger Global Management
a 23 de julho de 2021	Rodada de Empreendimentos - VTEX	1		

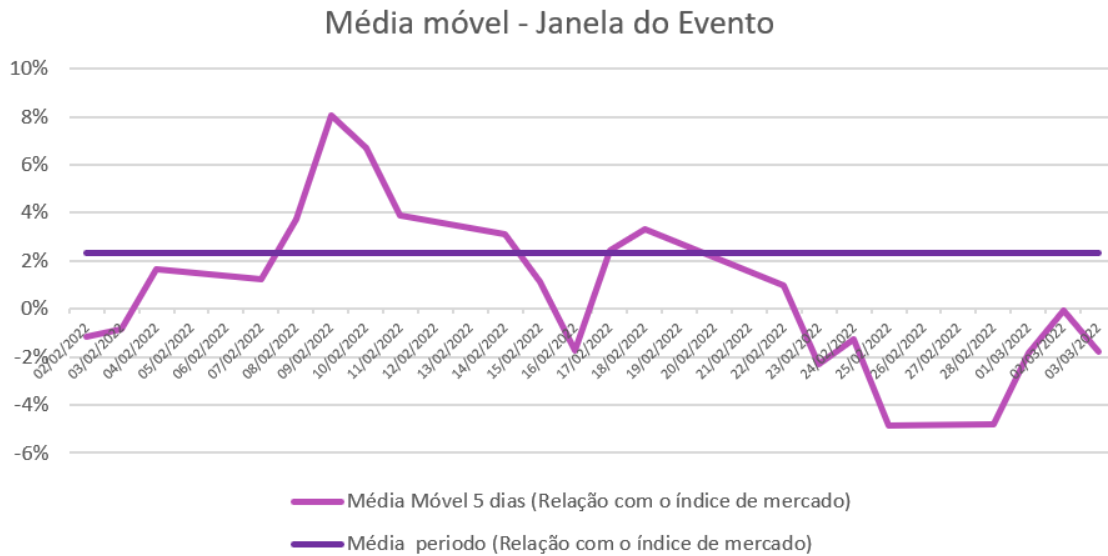


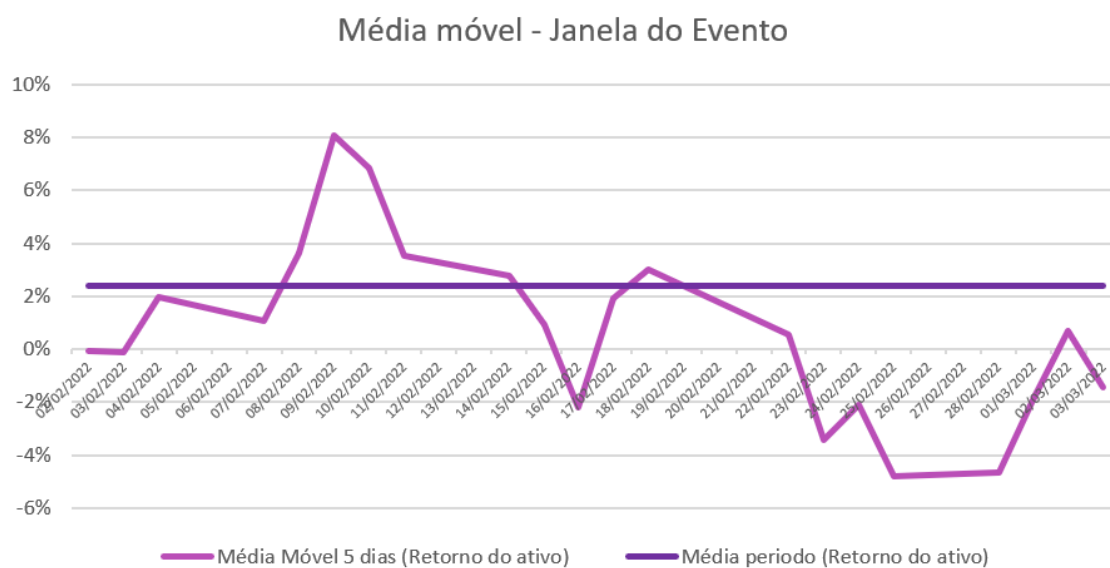
Data anunciada	Nome da transação	Número de investidores	Dinheiro Arrecadado	Investidores Líderes
1 de janeiro de 2018	Série A - Loft	13	US\$ 18 milhões	Monashees
20 de março de 2019	Série B - Loft	9	US\$ 70 milhões	Andreessen Horowitz , Quinta Muralha
3 de janeiro de 2020	Série C - Loft	8	US\$ 175 milhões	Andreessen Horowitz , Capital Vulcana
23 de março de 2021	Série D - Loft	33	US\$ 525 milhões	Baillie Gifford , D1 Capital Partners

Fonte: *Crunchbase* adaptado pelo autor

Por meio disso, foram obtidos os gráficos para análise do evento. Na figura 12, pode ser visto o teste de evento realizado do Nubank (NU) considerando as cotações na bolsa de Nova Iorque (NYSE) comparado com o índice de mercado S&P500. A data da captação ocorreu em 16/02/2022 e antes do evento é possível verificar que o mercado antecipou o evento e houve um excesso de otimismo pois, as ações estavam mais valorizadas. Logo após o evento, tem uma valorização, mas em seguida inicia-se uma tendência de desvalorização do ativo.

Figura 12: Teste de Evento Nubank

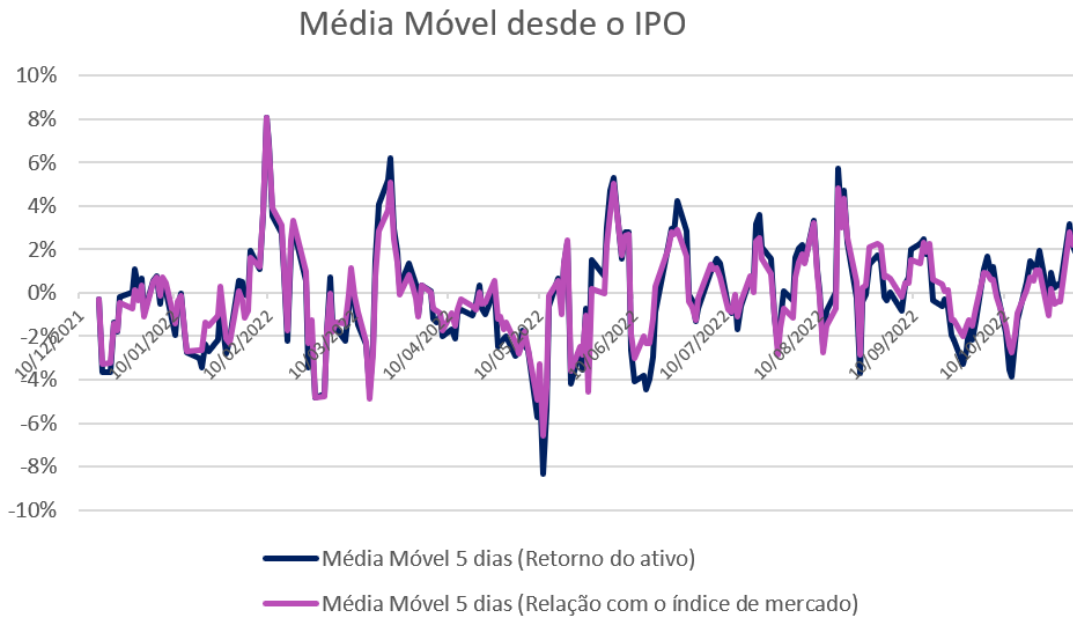




Fonte: Elaborado pelo Autor

Na figura 13, temos a média móvel de 5 dias acumulados, considerando o período desde a abertura de capital e comparado com o índice de mercado. No qual é possível visualizar que o ativo tem acompanhado a referência da bolsa. Em alguns momentos se sobressai, mas possui grandes oscilações. Durante o período analisado, não há uma tendência de retorno do ativo para os investidores.

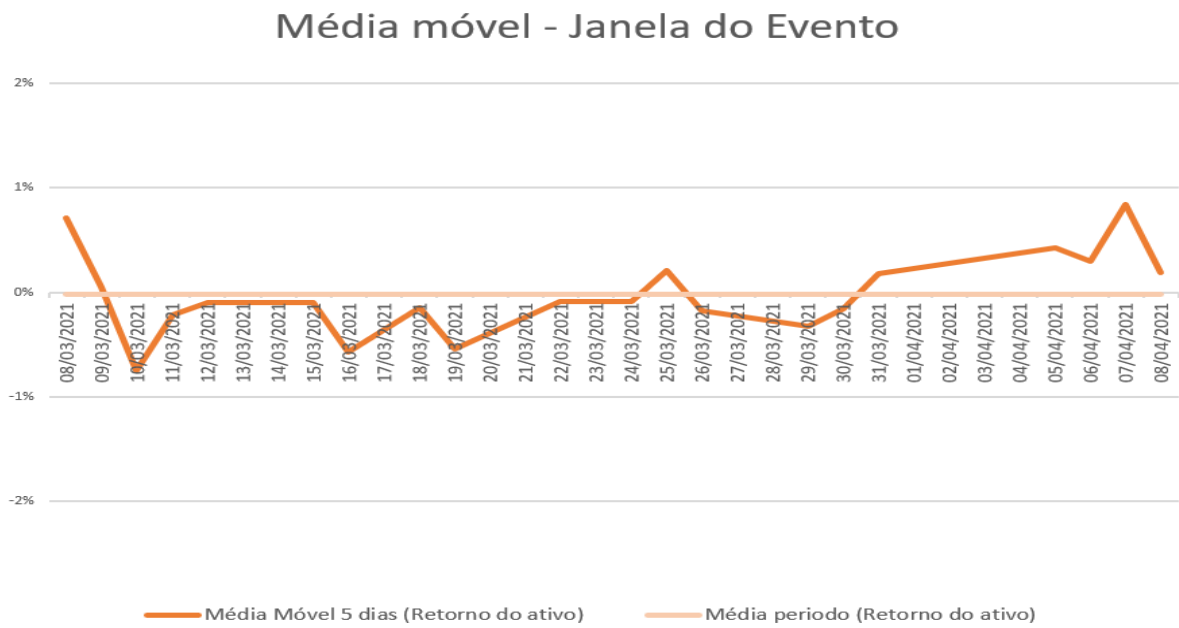
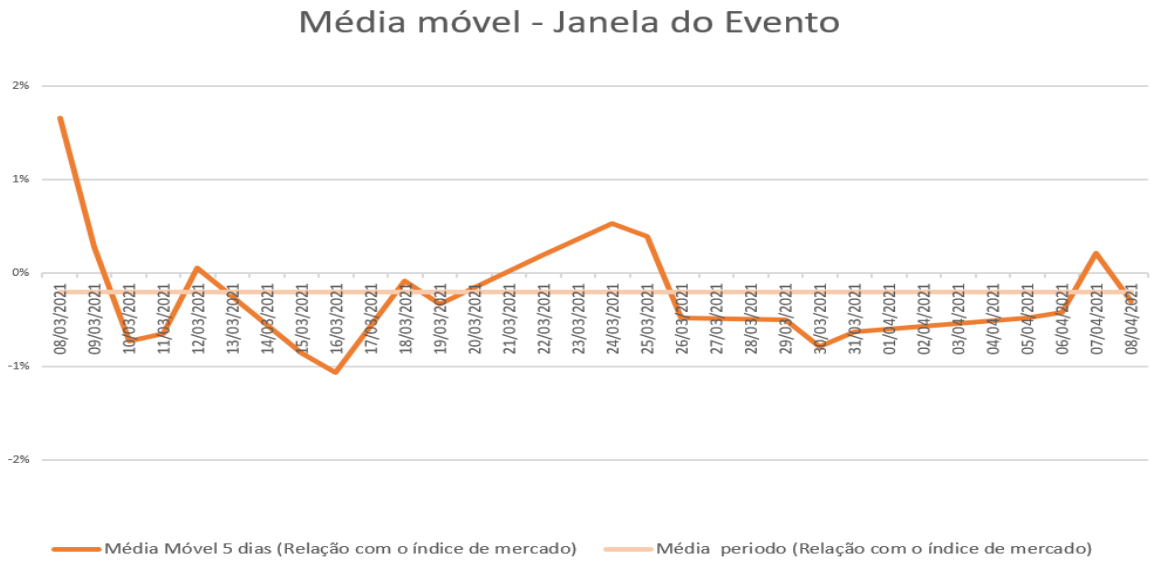
Figura 13: Média Móvel Nubank - Período total



Fonte: Elaborado pelo Autor

Na figura 14, pode ser visto o teste de evento realizado da Loft. Nota-se que após o evento em 22/03/2021 demonstra uma reação do mercado com a informação. Com relação somente ao retorno do ativo, sem comparar com o índice de mercado, nota-se um curto pico de valorização após o evento, uma queda por alguns dias e em seguida um ciclo de alta acima da média de retorno do ativo, com esse movimento pode-se entender que houve uma reação positiva do mercado, dado o evento. Já comparando a média do período com a relação do índice de mercado versus o ativo, há uma alta dispersão tanto quando há valorização quando há desvalorização, com base na média da relação com o índice de mercado.

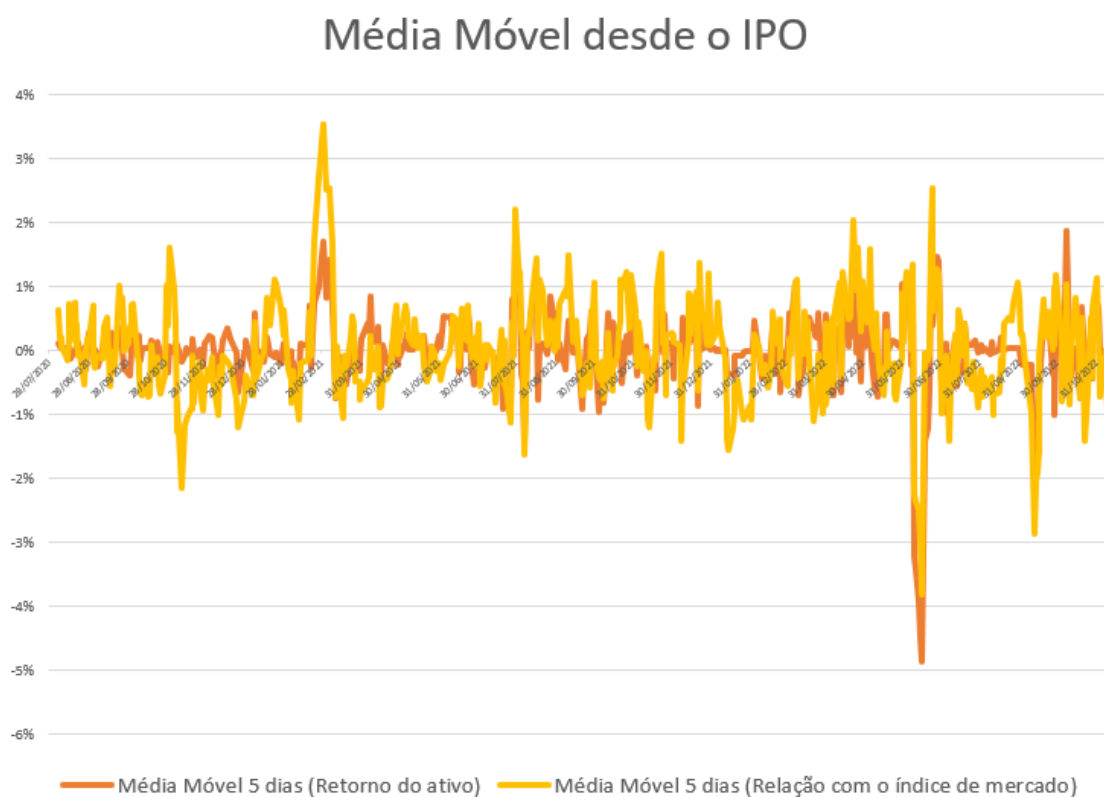
Figura 14: Teste de Evento LOFT



Fonte: Elaborado pelo Autor

Na figura 15, temos a média móvel de 5 dias acumulados, considerando o período desde a abertura de capital e relacionado com o índice de mercado. No qual é possível visualizar que o ativo tem acompanhado a referência da bolsa em quase todo o período. No geral, possui grandes oscilações e não há uma tendência de retorno do ativo para os investidores.

Figura 15: Média Móvel Loft - Período total

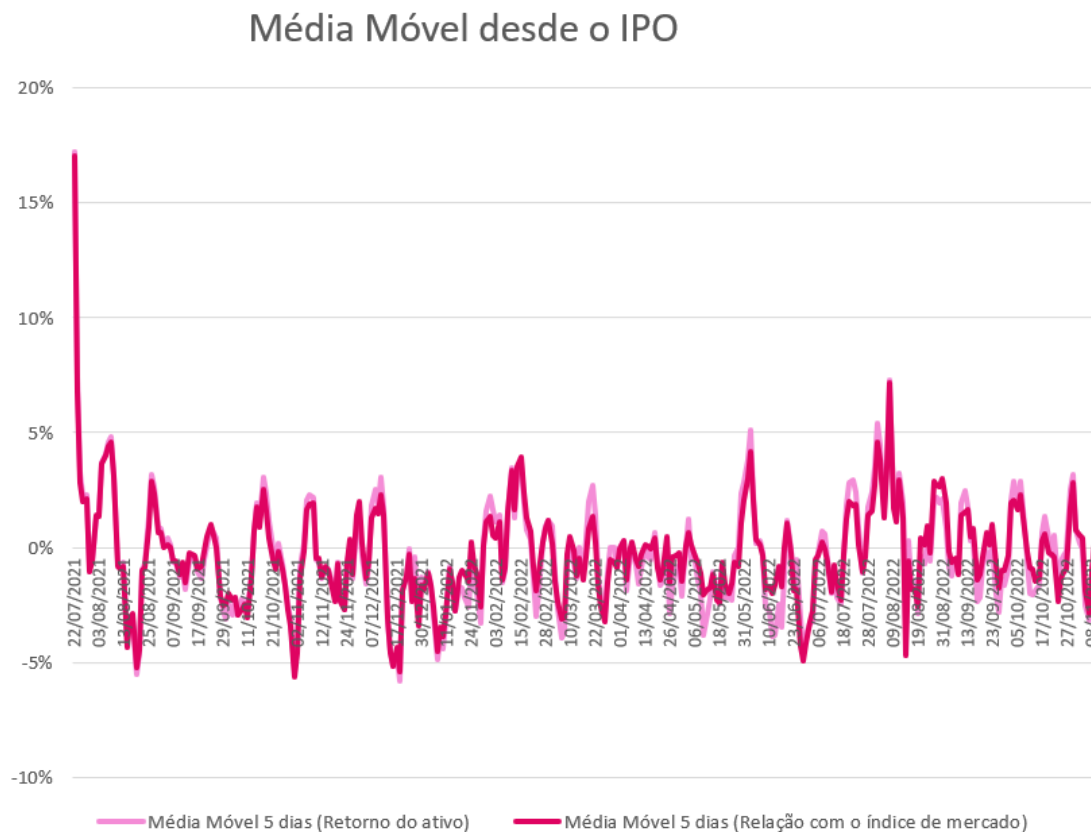


Fonte: Elaborado pelo Autor

Além das duas empresas analisadas que são Startups Unicórnios e listadas na Bolsa de Valores, há também a VTEX e a Stone. A primeira, abriu o seu *IPO* após a única captação divulgada e não foi possível ter o histórico das cotações do período anterior da captação. A segunda, não houve nenhuma divulgação de captação após o *IPO*. Por isso, para essas duas empresas foram realizados apenas a média móvel do acumulado de 5 dias considerando desde o período de lançamento. Para os primeiros 4 dias da abertura, foram considerados a média de 4, 3, 2 e 1 dia.

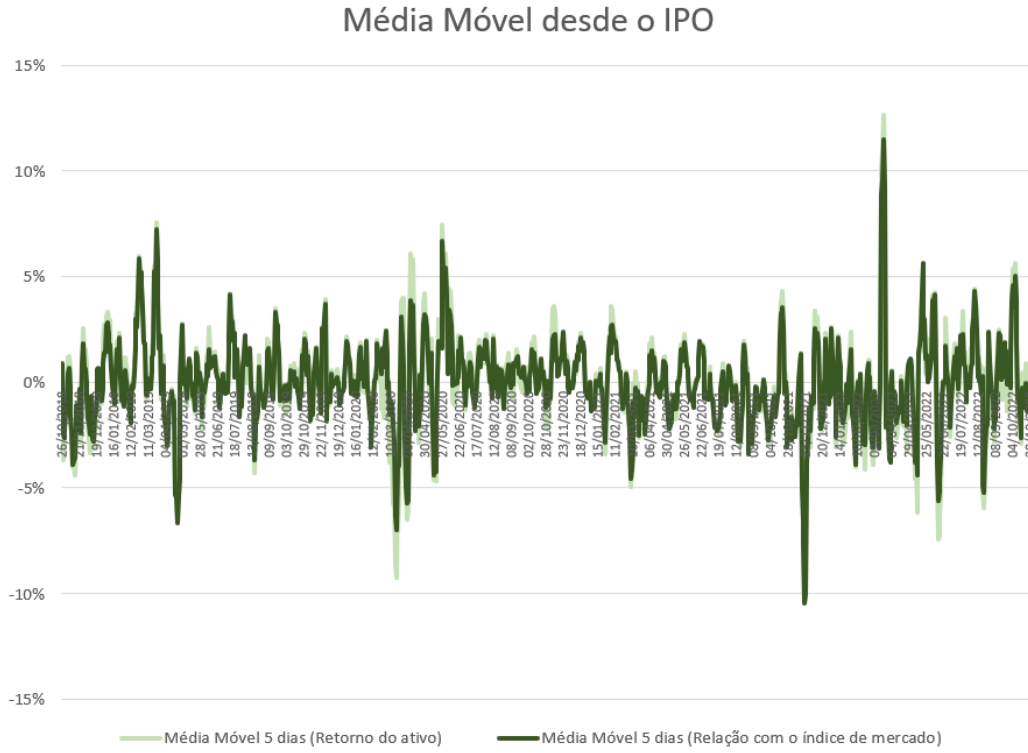
Na figura 16 pela média móvel do período total, a VTEX tem uma tendência de dar retorno acima do índice *S&P500* e não há uma tendência de retorno do ativo para os investidores. No caso da Stone, figura 17, é possível verificar que está em uma tendência de desvalorização e consequentemente, é um indício de que não está dando retorno no período analisado.

Figura 16: Média Móvel VTEX - Período total



Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 17: Média Móvel Stone - Período total



Fonte: Elaborado pelo Autor

Considerações finais

O objetivo de qualquer negócio é maximizar a riqueza ou o patrimônio dos acionistas, isso significa aumentar a diferença do valor da empresa frente ao valor aplicado pelos investidores. O que não é diferente para as Startups, pois mesmo que o seu surgimento seja diferente das demais empresas, no final o que irá definir o seu sucesso ou perpetuidade é o quanto ela remunera o capital investido.

Por isso, essas Startups são negócios que buscam constantemente a inovação por meio da tecnologia e aplicam modelos de gestão diversos para terem rápidas respostas ao seu ambiente de pura incerteza. Além disso, para esses negócios a captação de capital de risco é algo inerente para sua manutenção e crescimento.

Todavia, desde o início do seu Produto viável mínimo (MVP) e até a sua maturidade, os gestores do negócio devem possuir expertise e estratégias para a sustentação do negócio. Até mesmo por isso que muitos investidores e conselheiros estão bem próximos do dia a dia do negócio para colaborar com a experiência e a capacidade intelectual.

Como visto nas análises da pesquisa, no teste de evento, a Loft após a captação demonstrou em um curto período uma tendência de valorização, em contrapartida o Nubank teve uma tendência de desvalorização após a captação e excesso de otimismo antes do evento.

De modo geral, as *Startups* analisadas possuem uma tendência de acompanhar o seu índice de mercado, porém não possuem tendências positivas de dar retorno ao capital investido no período analisado.

No entanto, uma vez que são negócios inovadores, de alto risco e retorno e com negócios escaláveis, os investidores de capital de risco tendem a buscar retornos no longo prazo e essas *Startups* não estão a muito tempo listadas na bolsa de valores.

Por fim, como a pesquisa teve dificuldades em demonstrar tendências de retorno aos acionistas devido a uma amostra de cotações de poucos anos e poucas *Startups* listadas na bolsa de valores, para futuras pesquisas

relacionadas a esse tema, uma amostra com maiores cotações e mais *Startups* listadas podem contribuir para a continuidade dessa monografia.

Referencial Bibliográfico

ABSTARTUPS, Tudo que você precisa saber sobre *Startups*. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/o-que-e-uma-Startup/>>. Acesso em 24 jun 2022.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. A Indústria de *Private Equity e Venture Capital* – 2º Censo Brasileiro. Brasília: ABDI, 2009. p. 70-

ALVES, Fábila Santos. Um estudo das *Startups* no Brasil. 75F. Universidade Federal da Bahia. Salvador, 2013.

ASSAF NETO; Alexandre. Finanças corporativas e Valor. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2020.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

B3, Ofertas públicas. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/sobre-ofertas-publicas/>
Acesso em: 30 de out. 2022.

BLANK, Steve; DORF, Bob. The *Startup Owner's Manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company*. Hardcover, 2012

BLANK, Steve. What's a *Startup* ? First principles. Janeiro de 2010. Disponível em: <[Steve Blank What's A Startup? First Principles.](#)>. Acesso em: 30 set. 2022.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. Princípios de finanças corporativas. 12 ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2018.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. Princípios de finanças empresariais. 3.ed. Lisboa: Mcgraw Hill de Portugal, 1992.

CHIAVENATO, Idalberto. Administração nos novos tempos. 2. ed. Rio de Janeiro, RJ: Campus; Elsevier, 2004.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.

DORNELAS, J. Empreendedorismo: transformando ideias em negócios. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012

Eder, Klaus. Societies learn and yet the world is hard to change. European Journal of Social Theory, 1999. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/ln/a/mxMTJrCX9YhtqQk3d6PcsGy/?lang=pt#>>. Acesso em: 07 jun. 2022

EISENMANN, Tom. Why Start-ups Fail. Harvard Business Review, 2021. Disponível em: <<https://hbr.org/2021/05/why-start-ups-fail>>. Acesso em: 29 mai. 2022.

ENCK, Guilherme. O que fez 28 *Startups* brasileiras se tornarem unicórnios. Exame, 2022. Disponível em: <https://exame.com/bussola/o-que-fez-28-Startups-brasileiras-se-tornarem-unicornios/>. Acesso em: 29 mai. 2022.

FALCINI, Primo. Avaliação econômica de empresas: técnica e prática. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

Fama, Eugene F. e Fisher, Lawrence e Jensen, Michael C. e Roll, Richard W., **The Adjustment of Stock Price to New Information** (15 de fevereiro de 1969). International Economic Review, vol. 10, fevereiro de 1969, STRATEGIC ISSUES IN FINANCE, Keith Wand, ed., Butterworth Heinemann, 1993, INVESTMENT MANAGEMENT: SOME READINGS, J. Lorie, R. Brealey, eds., Praeger Publishers, 1972, Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=321524> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.321524> Acesso em: 14/19/2022.

Global Business Brokers – GBB, The Process, 2010. Disponível em : <<https://sites.google.com/a/globalbusinessbrokers.eu/www/the-process?authuser=0>> Acesso em: 15 set 2022

GUERRINII, Fábio Müller et al. Modelagem da organização: uma visão integrada. 2014. Porto Alegre: Bookman. Acesso em: 03 jul. 2022.

LEE, Aileen. Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups. 2022. Disponível em: <<https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>>. Acesso em: 21/07/2022.

LEITÃO, Leonardo Costa e Melo, Herbart Santos. **Dicionário tecnologia e inovação**. Sebrae,CE 2010

LORENTZ, A. *Venture Capital Today*. 2.ed. London: Woodherd-Faulkner, 1989.

MAXIMIANO, Antonio Cesar A. Introdução à Administração, 2ª edição . [Digite o Local da Editora]: Grupo GEN, 2011. 9788522475889. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522475889/>. Acesso em: 07 jun. 2022.

MOLLICK, Ethan. (2014). The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*. 29. 1–16. 10.1016/j.jbusvent.2013.06.005.

MONTEIRO, G. F. A. Empresas de alto crescimento e o desafio de scale-up: onde estamos e para onde podemos ir. INSPER, São Paulo. 2018. Disponível em: <https://info.endeavor.org.br/whitepaper-scale-ups>. Acesso em: 24 jun. 2022

MONTEZANO, Roberto M.. Capital de risco - uma alternativa de financiamento - *Venture Capital*. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1983.

NEIVA, Deborah. O que é *Startups* Unicórnios?. Distrito, 2022. Disponível em: < <https://distrito.me/blog/o-que-sao-Startups-unicornio/>>. Acesso em: 29 mai. 2022.

Nubank, Nubank agora é o 5º maior do Brasil. 21 de out. de 2022. Disponível em: < <https://international.nubank.com.br/pt-br/companhia/nubank-acaba-de-se-tornar-a-5a-maior-instituicao-financeira-em-numero-de-clientes-no-brasil-segundo-o-banco-central%ef%bf%bc/>> Acesso em: 25 out. 2022

Nubank, Quem são os investidores do Nubank?. 27 de fev. de 2019. Disponível em: < <https://blog.nubank.com.br/investidores-do-nubank/> > Acesso em: 25 out. 2022

OSTEWALDER, Alexander; PIGNEUR, Yves. Business Model Generation - Inovação em Modelos de Negócios: um manual para visionários, inovadores e revolucionários. Rio de Janeiro. Alta Books, 2011.

PAIVA, Wagner Peixoto de. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. Anais do V SemeAD. São Paulo, 2001

PATEL, Neil. 90% of *Startups* Fail: Here's What you need to know about the 10%. Forbes, 2015. Disponível em: < <https://www.forbes.com/sites/neilpatel/2015/01/16/90-of-Startups-will-fail-heres-what-you-need-to-know-about-the-10/?sh=5a37c1866679>>. Acesso em: 29 mai. 2022.

PAXSON, D., WOOD, D. **Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance. Massachusetts:** Blackwell Publishers, 1998.

PEREIRA, Maria Isabel ; SANTOS, Silvio Aparecido dos. Modelo de Gestão – uma análise conceitual. Pioneira Thomson Learning, 2001.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo - RAD**, [S. l.], v. 6, n. 1, 2008. DOI: 10.20946/rad.v6i1.686. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/rad/article/view/686>. Acesso em: 3 jul. 2022.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. Grupo GEN, 2019

RAMA, Felipe. O Mercado de Dívida para Empresas de Tecnologia. 2021. São Paulo/SP: 20/10/2021. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/vozes/Startups-e-investimentos/mercado-divida-Startups-empresas-tecnologia/>. Gazeta do Povo. Acesso em: 04/07/2022.

REDWOOD, Stephen et al. *Gestão da Ação*. São Paulo: Makron, 2000.

RIES, Eric. *The Lean Startup*. New York: Crown Business, 2011.

ROSA, José A.; MARÓSTICA, Eduardo. **Modelos de Negócios: Organizações e gestão**. São Paulo, Cengage Learning Brasil, 2016. 9788522125821. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522125821/>. Acesso em: 11 jun. 2022.

SILVA, Fabiane Padilha da; ALVES, Aline. Análise de investimento e fontes de financiamento. Porto Alegre: SAGAH, 2018.

SOLEDADE, Durval, PENA, Estella de Araújo, DE SÁ, Eduardo Klingelhofer, PINTO, Luciane Fernandes Gorgulho. "BNDES – Venture-capital no balcão dos emergentes". *Case Studies – Revista Brasileira de Management*, ano 1, n. 3, maio-junho, p. 24-33, 1997.

TAVARES, Yasmim. *Startups brasileiras são a 'menina dos olhos' da América Latina*. Valor Investe, 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/empreenda->

<se/noticia/2021/09/29/Startups-brasileiras-sao-a-menina-dos-olhos-da-america-latina.ghtml>>. Acesso em: 03 jul. 2022.

TITERICZ, Ricardo. CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO BRASILEIRO. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

VERGARA, Sylvia C. Métodos de Pesquisa em Administração, 6ª edição. Editora Atlas, São Paulo. 2015.

WERNKE, R. Gestão financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais. São Paulo: Saraiva, 2008.