



Universidade Federal de Pernambuco
Graduação em Ciência da Computação
Centro de Informática 2012.2

Desvendando a indústria do Venture Capital

BRUNO COELHO SANTIAGO

Recife, abril de 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE INFORMÁTICA
BACHARELADO EM CIÊNCIA DA COMPUTAÇÃO

Desvendando a indústria do Venture Capital

BRUNO COELHO SANTIAGO

Monografia apresentada ao Centro de Informática da Universidade Federal de Pernambuco como requisito parcial da obtenção do grau de Bacharel em Ciência da Computação.

Orientador: Prof. Ruy José Guerra Barretto de Queiroz (Ph.D.)

Recife, abril de 2013

BRUNO COELHO SANTIAGO

Desvendando a indústria do Venture Capital

BANCA EXAMINADORA

Prof. Ruy José Guerra Barretto de Queiroz (Ph.D.)
Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)

Prof. Cristiano Coelho de Araújo (Ph.D.)
Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)

"Homem medíocre é aquele que não tem objetivos."

Ayn Rand

Agradecimentos

Agradeço a minha mãe por me mostrar que o melhor da vida é viver.

Ao meu pai que sempre me incentivou a ir além.

A minha avó que sempre acreditou que um dia eu chegaria onde estou.

A minha irmã por me mostrar que desafios sempre existirão e que devemos vencê-los a cada dia.

A minha namorada por estar ao meu lado em todos os momentos e me fazer feliz em todos eles.

Aos meus amigos e familiares, não chegaria muito longe sem vocês.

Obrigado por tudo que vocês fazem por mim.

RESUMO

O desafio inicial de uma *startup* é tornar o novo negócio sustentável e escalável, mas para alcançar esse nível a *startup* precisa muitas vezes se redescobrir e redesenhar seu modelo de negócio, e esse processo de mudança não-substancial é conhecido como *pivot*. A busca por essa descoberta muitas vezes passa por vários tipos de investimentos que terão um impacto significativo no modo como o novo negócio se posicionará no mercado, alterando a forma como os fundadores lidam com os novos sócios e com os clientes. A maioria das *startups* falha ao tentar procurar por esses investimentos e o maior motivo é a ilusão de que o investimento validará a sua ideia e o novo negócio estará maduro o suficiente para ir ao mercado, o que poderá gerar um vício para a *startup* por inserção de capital apenas para sobrevivência, acarretando na morte da *startup* no momento que o capital cessar. Tem-se visto uma busca das *startups* por outras formas de investimentos como o *Crowdfunding* ou até mesmo estratégias de lançamento de uma versão do projeto sem a necessidade de investimentos externos, conhecido como *Bootstrapping*. O objetivo deste trabalho é esclarecer o tipo de investimento mais adequado que um *startup* deverá buscar dependendo do seu nível de maturidade, além de mostrar como funciona o relacionamento entre os fundadores e o investidores.

Palavras-chave: *Startup*, Investimento, *Crowdfunding*, *Bootstrapping*.

ABSTRACT

The initial challenge for a startup is making new business sustainable and scalable, but to achieve this level the startup needs often to rediscover and redesign its business model, and this process of not substantial change is known as pivot. The search for this discovery often involves various types of investments that will have a significant impact on how the new business will be positioned in the market, changing the way founders deal with new partners and customers. Most startups fail when trying to search for these investments and the biggest reason is the illusion that the investment will validate its idea and the new business will be mature enough to go to market, what could lead to an addiction to startup capital insertion only for survival, which will result in death just after that capital cease. Has seen a search from startups in other types of investments such as Crowdfunding or even strategies to launch a version of the project without the necessity of investments, known as Bootstrapping. The objective of this paper is to clarify the most appropriate type of investment that a startup should seek depending on their level of maturity, and show how works the relationship between the founders and investors.

Keyword: Startup, Investments, Crowdfunding, Bootstrapping.

CONTEXTUALIZAÇÃO

Nesta sessão serão definidos alguns conceitos que serão utilizados ao longo deste trabalho. Uma breve explicação destes conceitos se faz necessária para um melhor entendimento e acompanhamento deste material.

Startup

Uma *startup* pode ser definida da seguinte maneira: “uma *startup* é uma instituição humana desenhada para entregar um novo produto ou serviço sobre condições de extrema incerteza” [1].

Seed Money

Investimento recebido por uma *startup* em sua fase inicial, chamada de *Series A Round*. Com o crescimento da *startup*, ela passa a procurar outras rodadas de investimentos com os *Venture Capitalists*.

Venture Capital

Venture Capital é um investimento financeiro dedicado a empresas nascentes, de alto risco e com alta capacidade de crescimento. Esses investimentos são realizados pelos *Ventures Capitalists* e normalmente são feitos após a *Series A Round*.

SUMÁRIO

Introdução	12
1 Players	13
1.1 Empreendedor	13
1.2 <i>Angel Investor</i>	13
1.3 <i>Venture Capitalist</i>	15
1.4 Sindicato	15
1.5 Advogado	16
1.6 Mentor	16
2. Venture Capital	16
2.1 Como buscar investimento	17
2.1.1 Procure as pessoas certas	17
2.1.2 Apresentando a <i>startup</i> ao investidor	18
2.1.2.1 <i>Elevator Pitch</i>	18
2.1.2.2 Sumário Executivo	20
2.1.2.3 Plano de negócios	20
2.1.2.4 Protótipo	21
2.1.2.5 <i>Due Diligence</i>	22
2.2 <i>Term Sheet</i>	24
2.2.1 Termos econômicos	25
2.2.1.1 <i>Valuation</i>	25
2.2.1.2 Preferência na venda	27
2.2.1.3 <i>Pay to play</i>	31
2.2.1.4 <i>Vesting</i>	31
2.2.1.5 <i>Antidilution</i>	32
2.3 Mecanismos de saída (<i>Exits</i>)	32
2.3.1 Venda estratégica (<i>Trade-Sale</i>)	33
2.3.2 Introdução em bolsa de valores (<i>Initial Public Offering - IPO</i>)	34
2.3.3 Venda para outro investidor (<i>Secondary Sale</i>)	35
2.3.4 Recompra pelo empreendedor (<i>Buyback</i>)	35
2.3.5 Liquidação (<i>Write-off</i>)	35
3. Crowdfunding	35

3.1 <i>Tapping the Crowd for money</i>	37
3.2 Analisando o Kickstarter	38
3.3 Variáveis	41
3.3 Taxas de sucesso e falha	43
3.4 <i>Jumpstart our Business Startups Act</i>	46
4. <i>Bootstrapping</i>	48
4.1 <i>Github</i>	48
4.2 <i>Carbonmade</i>	49
Conclusão	50
Referências	51

Índice de figuras

Figura 1. Como funciona o <i>Venture Capital</i>	17
Figura 2. Quadro acionário de uma <i>startup</i>	27
Figura 3. Maiores <i>Liquidations</i> realizadas por fimas de VC em 2012	31
Figura 4. Quantidade de projetos que receberam <i>Crowdfunding</i> por estado americano	37
Figura 5. Total de projetos criados no Kickstarter no segundo semestre de 2012	39
Figura 6. Crescimento absoluto do número de projetos do Kickstarter	40
Figura 7. Crescimento percentual do número de projetos do Kickstarter	41
Figura 8. Taxa de projetos que falharam no <i>Crowdfunding</i>	44
Figura 9. Taxa de projetos que obtiveram sucesso no <i>Crowdfunding</i>	45
Figura 10. Taxa de sucesso e falha no <i>Crowdfunding</i> por estado americano	46

Introdução

A busca por investimentos é um caminho trilhado por quase todas as *startups*. Porém nem todas estão preparadas e nem tem a necessidade do aporte de capital.

Uma armadilha que muitos empreendedores caem é a de que o investimento irá validar o seu negócio, e que a partir deste momento a *startup* estará pronta para ir ao mercado e pegar tração. Caindo nesta armadilha muitas delas acabam gastando todo o dinheiro investido, e já se veem na necessidade de novos aportes, o que acarretará na morte da *startup* no momento que novos investimentos não acontecerem.

Caso o empreendedor tenha a necessidade de receber investimentos, ele conta com opções que agregam valor ao dinheiro, diferentemente de um empréstimo bancário.

Os *Venture Capitalists* representam uma alternativa viável ao financiamento tradicional obtido por meio de bancos, pois são agentes mais bem adaptados a mitigar os riscos típicos associados às empresas em que investem. Para isso, os *Venture Capitalists* utilizam práticas diferenciadas de governança e monitoramento.

Os investimentos realizados pelos *Venture Capitalists* têm caráter temporário, ou seja, o objetivo é que dentro de um prazo predeterminado ele venda a participação adquirida (*exit*) realizando os ganhos de capital esperados. Em outras palavras, os *Venture Capitalists* não pretendem obter retornos apenas por meio de dividendos.

Para os empreendedores que não querem receber investimentos tem a opção do *Bootstrapping*. Usando muitos conceitos do *Lean Startup*, a estratégia do *Bootstrapping* visa não receber investimentos no estágio inicial da *startup*, cortar os custos ao máximo e validar sua prova de conceito gastando apenas o próprio dinheiro dos sócios, sendo uma boa opção para os empreendedores quem não querem ter suas participações diluídas.

1 *Players*

A realização de investimentos pode passar a ideia que de só existem dois *players* atuando, o empreendedor e o *Venture Capitalist*, porém alguns outros *players* também se fazem necessários nesse ambiente, como por exemplo: *Angel Investors*, advogados e mentores.

1.1 Empreendedor

O empreendedor é o centro do universo do empreendedorismo. Sem empreendedores não haveria termos de compromisso (*term sheet*) nem ecossistema de *startups*. As *startups* podem ser formadas por um, dois, três ou mais sócios-fundadores, e cada um deles terá um papel importante na formação da empresa e na captação de investimentos.

De acordo com [4] o empreendedor não deve deixar o seu envolvimento e suas tomadas de decisão na mão do advogado, pois existem muitos detalhes na negociação do investimento que apenas o empreendedor deve ser capaz de resolver.

O relacionamento entre os empreendedores no início do negócio geralmente é bom, porém dificuldades podem surgir no meio do caminho e pode acontecer de algum sócio desejar sair da sociedade. O investidor sabe que isso não é bom para o negócio e tentará sempre contornar a situação, evitando ao máximo a saída deste empreendedor.

1.2 *Angel Investor*

Angel Investor é o termo dado para as pessoas físicas que investem seus próprios recursos financeiros em negócios emergentes, isto é, que estejam em fase inicial de desenvolvimento, agregando o seu conhecimento, a sua experiência e o seu relacionamento adquiridos em carreira executiva ou empresarial, para o empreendedor [2]. Diferentemente dos *Venture Capitalists*, o *Angel Investor* busca ter uma relação mais pessoal com a *startup* investida, buscando sempre apoiá-la e orientá-la nas suas decisões, e isso indica que ele precisa ter um interesse muito próximo ao interesse da *startup*.

Em conjunto com os *Venture Capitalists* é interessante incluir *Angel Investors* no grupo de investidores. Os *Angel Investors* são mais atuantes nas *startups* pois geralmente tem mais tempo para estar perto do negócio e com isso ajudar em tomadas de decisão ou ajudar os empreendedores em qualquer outra situação.

O *Angel Investor*, diferentemente do investidor pessoal casual, não toma suas decisões apenas por hobby ou quando surge alguma oportunidade. Ele faz sua busca por novos negócios de forma ativa e profissional, dedicando parte ou todo o seu tempo a esta atividade.

Segundo [2], os *Angels Investors* são uma peça fundamental na cadeia empreendedora, pois eles propiciam a geração de novos negócios inovadores e conseqüentemente alimentam os próximos elos da indústria de investimentos, além de ajudar na geração de empregos e renda.

Paul Graham afirma que dois números são muito importantes quando se negocia com as *startups*: a quantidade de dinheiro que será investido e a *valuation* da startup, que determinará o quanto de participação o investidor irá receber. Se o investidor colocar R\$50 mil numa *startup* de *valuation pre-money* (*valuation* antes do aporte) de R\$1M, então a *valuation post-money* (*valuation* após aporte) será de R\$1,05M e o investidor terá 4,76% de participação. Todos os sócios terão suas participações diluídas nas próximas rodadas de investimento. Se houver uma próxima rodada de investimentos onde seja adquirido 10% da *startup*, o primeiro investidor que possuía 4,76% será diluído para 4,26% de participação.

Uma opção para os investidores que não desejam ser diluídos nas próximas rodadas de investimento e assim perder participação, é deixar claro no *term sheet* (termo de compromisso) que o investidor poderá participar das próximas rodadas para manter sua participação.

De acordo com [2], somente nos EUA no ano de 2010, 265.400 investidores anjos investiram cerca de \$20,1B em 61.900 empreendimentos. Esses números são considerados muito superiores aos números brasileiros, onde conta-se apenas com uma base de 6.300 investidores anjos e que investiram no ano de 2011 cerca de R\$495 milhões.

1.3 *Venture Capitalist*

Venture Capitalists são investidores que normalmente fazem seus aportes após o *Angel Investor*, quando geralmente a *startup* já tem clientes e algum fluxo de caixa. Por fazerem seus aportes num estágio mais avançado, a *valuation* das *startups* é maior, por isso o capital que o *Venture Capitalist* deve dispor também é maior.

Os *Venture Capitalists* podem investir sozinhos ou em grupo por meio de sindicatos. Eles dão preferência a investir em conjunto com outros VCs, assim podem diminuir os riscos do investimento e também podem fazer um aporte maior do que se atuassem sozinhos.

O que torna os *Venture Capitalists* uma classe de investidor diferente é o fato de eles participarem ativamente da gestão estratégica das empresas em que investem, agregando valor por meio de ricas redes de contato [23] e de competências em estruturação financeira e consultoria estratégica. São considerados investidores ativos, conforme a definição cunhada por [24] e, por isso, ocupam assentos no conselho de administração ou fiscal das empresas de seus *portfolios*.

1.4 Sindicato

Enquanto alguns *Venture Capitalists* investem sozinhos, outros investem em conjunto com outros VCs, essa organização é chamada de sindicato. Quando um *Venture Capitalist* afirma que está realizando um investimento com o sindicato, ele geralmente está falando sobre os outros investidores do *round* (rodada de investimento), o que geralmente, mas não sempre, são VCs.

Segundo [4] um sindicato não tem apenas VCs, pode ter também *Business Angels*, *Super Angels*, corporações, firmas de advocacia ou qualquer outra pessoa ou entidade que acabe adquirindo participação na *startup*.

Geralmente os sindicatos tem um VC líder, isso facilita para os empreendedores porque eles poderão focar na negociação, não sendo necessário conversar pessoalmente com cada investidor. Normalmente o líder do sindicato ditará as regras das negociações por todo o grupo.

1.5 Advogado

Um advogado que entenda de investimentos é imprescindível para qualquer empreendedor. Segundo [4], os *Venture Capitalists* fazem negócios o tempo todo enquanto que os empreendedores apenas ocasionalmente, então a chance de entrar uma cláusula no *term sheet* não tão boa para o empreendedor e que beneficie o *Venture Capitalist* é maior.

Como será mostrado posteriormente, apenas duas cláusulas no *term sheet* interessam de verdade ao empreendedor: controle e economia. Muitas vezes o *Venture Capitalist* tentará negociar veementemente termos que não são tão relevantes ao empreendedor apenas para tirar o foco dos pontos mais relevantes, e caberá ao advogado proteger o empreendedor.

Ao mesmo tempo que um advogado que entenda de investimentos pode ser muito valioso para o empreendedor, um advogado que não entenda dessa área poderá ser muito prejudicial, focando em pontos não importantes e gastando muito tempo e energia em cláusulas não muito relevantes.

1.6 Mentor

É aconselhado que toda *startup* tenha um ou mais mentores. Um mentor geralmente é um empreendedor que já teve sucesso anteriormente ou que ainda esteja empreendendo, e que agora age com o foco de ajudar novos empreendedores passando as suas experiências.

Alguns mentores podem acabar se tornando *Angel Investors* dessas *startups* ou até mesmo recebendo uma pequena participação para participar do quadro de diretores ou *advisers*.

2. Venture Capital

Venture Capital (VC) é o investimento feito por investidores profissionais com o objetivo de financiar novos negócios que estejam um pouco além do estágio inicial. O *Venture Capitalist* provê o investimento sabendo do risco associado com o futuro lucro e ao fluxo de caixa da *startup*. Este capital é investido em troca de participação (*equity*).

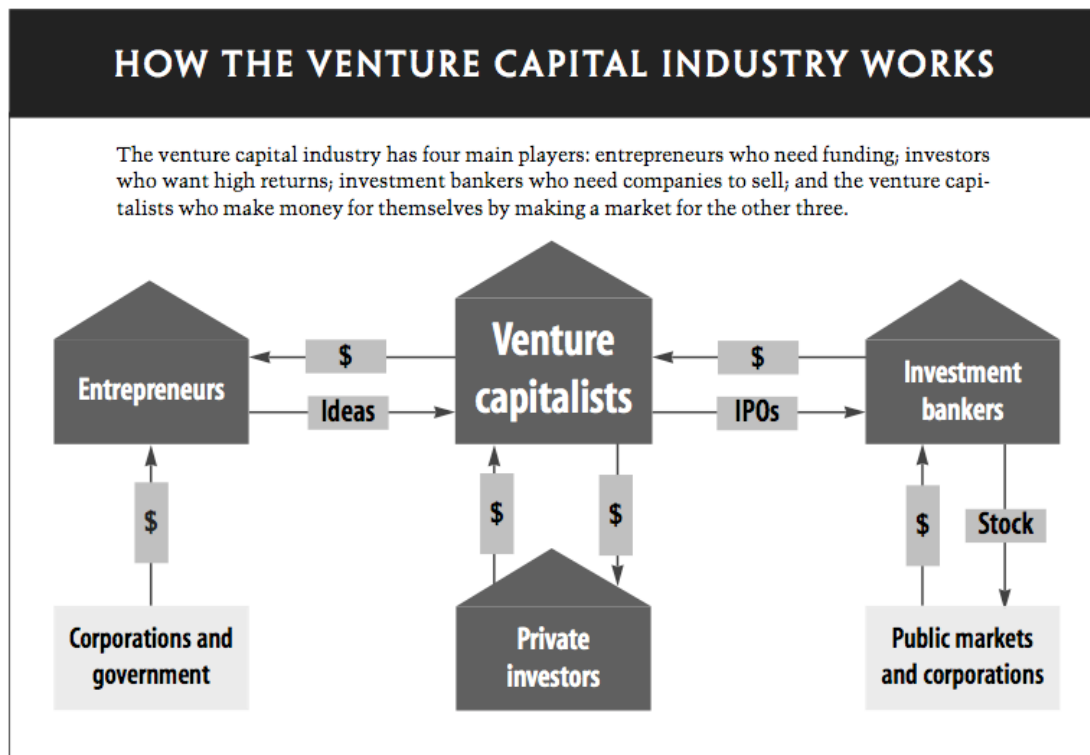


Figura 1. Como funciona o Venture Capital

Venture Capital é uma importante fonte de investimentos para *startups* e outras empresas que tem um limitado histórico operacional e por conta disso não tem acesso a recursos financeiros. Uma empresa de *Venture Capital* geralmente procura por novos e pequenos negócios com alto potencial de crescimento que poderá resultar em grandes retornos.

2.1 Como buscar investimento

Na hora de buscar investimentos o empreendedor deve ficar atento a alguns fatores importantes, qualquer sinal de insegurança ou imaturidade no negócio demonstrado pelo empreendedor poderá ser decisivo para que o investidor desista de realizar o investimento.

2.1.1 Procure as pessoas certas

Antes de começar a procurar por investimento o empreendedor deve decidir quanto capital ele quer receber, assim ele terá condições de procurar os investidores que se encaixem no perfil.

Se, por exemplo, o empreendedor deseja captar \$500K ele deve procurar por *Angel Investors*, *super Angels*, *Venture Capitalists* que atuem em *seed round* e outros investidores que investem em *startups* em estágio nascente. No entanto, se o empreendedor deseja captar recursos na ordem de \$10M ele deve começar a procurar por grandes empresas de *Venture Capital*.

Segundo [4], muitos empreendedores fazem modelos financeiros muito complexos e demorados, e eles conseguem afirmar com praticamente 100% de certeza que esses planejamentos vão falhar. Em vez de confiar nesse planejamento para determinar o quanto de investimentos desejam receber o empreendedor deve focar no próximo estágio e em quanto tempo ele deseja chegar.

Se a *startup* está começando, quanto tempo será necessário para entregar os primeiros produtos? Se já tem um produto no mercado, quanto tempo será necessário para chegar em um número relevante de usuários? Decidir o valor do investimento por planejamento financeiro dificilmente dará certo e o empreendedor corre o risco de pedir um valor alto ou baixo demais. Pedir um valor muito alto poderá fazer com que muitos investidores desistam do negócio, ou caso o valor seja muito abaixo do necessário o dinheiro provavelmente terminará antes da próxima fase.

2.1.2 Apresentando a *startup* ao investidor

Existe um material básico que todo empreendedor deve ter antes mesmo de começar a procurar investimentos, como: Uma breve descrição do negócio (*elevator pitch*), sumário executivo e uma apresentação em slides. Plano de negócios geralmente é requisitado em estágios mais avançados do investimento.

2.1.2.1 *Elevator Pitch*

O *Elevator Pitch* foi criado para ser usado como uma apresentação rápida da *startup*. Foi dado esse nome pensando numa situação hipotética onde o empreendedor encontra um possível investidor em um elevador, e o mesmo terá pouco tempo para apresentar sua ideia, algo entre 30 segundos e 1 minuto.

Para [2] o Elevator Pitch diz respeito a um conceito cujo propósito é fazer com que o empreendedor exercite sua capacidade de sumarizar, focando no que realmente é importante no seu negócio. É muito comum, devido à empolgação com o novo negócio, que o empreendedor queira argumentar bastante sobre sua ideia, porém o que mais interessa ao Investidor Anjo nesse momento é saber se ele tem afinidade e interesse pela área, e principalmente se acredita no potencial do empreendedor.

Segundo [4], o empreendedor precisa de apenas alguns parágrafos onde ele deverá enviar no próprio corpo do email. O *Elevator Pitch* varia entre um e três parágrafos e deve descrever o produto, a equipe e o modelo de negócio de forma bem direta.

Abaixo segue o pitch que o *Twitter* enviou para a *YCombinator* (famosa aceleradora americana que provê principalmente *seed money*) seis anos atrás:

Dropbox synchronizes files across your team's computers. It's much better than uploading or email, because it's automatic, integrated into Windows, and fits into the way you already work. There's also a web interface, and the files are securely backed up to Amazon S3. Dropbox is kind of like taking the best elements of subversion, trac and rsync and making them "just work" for the average individual or team. Hackers have access to these tools, but normal people don't. The current plan is a freemium approach, where we give away free 1GB accounts and charge for additional storage (maybe ~\$5/mo or less for 10GB for individuals and team plans that start at maybe \$20/mo.). It's hard to get consumers to pay for things, but fortunately small/medium businesses already pay for solutions that are subsets of what Dropbox does and are harder to use. There will be tiered pricing for business accounts (upper tiers will retain more older versions of documents, have branded extranets for secure file sharing with clients/partners, etc., and an 'enterprise' plan that features, well, a really high price.)

2.1.2.2 Sumário Executivo

Consiste em um documento um pouco mais elaborado geralmente de uma a três páginas onde contém os seguintes tópicos:

1. Produto: Qual o problema que será resolvido?, Qual o tamanho da oportunidade?;
2. Mercado: Qual o nível de competição?, Qual o diferencial competitivo que o produto oferece?;
3. Concorrência: Quais as soluções que estão no mercado? Por que eles são piores que a solução proposta?;
4. Time: Qual a força do time?;
5. Projeções sumárias de vendas, despesas e lucratividade;
6. Recursos necessários e em quais pontos serão aplicados.

Este documento deve ser usado para complementar o *Elevator Pitch*, ou quando não se tem a oportunidade de conversar com o empreendedor pessoalmente.

Quanto mais conciso e rico em detalhes for o documento, maior será a chance do investidor ver que o empreendedor pesquisou bastante sobre o negócio, e assim terá grande chance de realizar o investimento.

O sumário Executivo além de explicar qual o problema que o empreendedor está tentando resolver, deverá responder questões como: Por que o produto é bom? Por que ele é melhor do que as soluções já existentes? Por que o time é bom ao tentar resolver esse problema? Como o problema será resolvido?

2.1.2.3 Plano de negócios

Segundo [2] o Plano de negócios é um documento muito mais complexo e elaborado, que deve além de detalhar e fundamentar todos os pontos apresentados no Sumário Executivo, entrar em questões como estratégia do negócio, forças, fraquezas, oportunidades e riscos do negócio (a matriz SWOT), além de apresentar um planejamento financeiro detalhado.

O plano de negócio requer um estudo completo e detalhado acerca do mercado que a *startup* atua, e por isso deve ser feito com cuidado. Caso o empreendedor não tenha tido tempo ou conhecimento necessário para

preparar um bom plano de negócios, uma boa alternativa é mostrar um protótipo funcional ou uma prova de conceito.

Um bom plano de negócios deve conter os seguintes tópicos:

1. Descrição do negócio, de seus produtos e serviços;
2. Mercado e concorrentes;
3. Forças, fraquezas, oportunidades e ameaças (SWOT);
4. Estratégia do negócio;
5. Estrutura do negócio;
6. Plano de *marketing*;
7. Equipe;
8. Planejamento financeiro;
9. Avaliação do negócio (*valuation*);
10. Opções e estratégias de saída.

Enquanto [3] acreditam que um Plano de negócios criado exclusivamente para receber investimento é uma perda de tempo, eles afirmam que o documento deve ser criado durante o funcionamento do negócio. A disciplina de escrever sobre o que os empreendedores pensam do negócio, as hipóteses e o que eles acreditam que irá acontecer é muito útil.

2.1.2.4 Protótipo

Assim como [4], alguns investidores também acham o Plano de Negócios um documento ultrapassado devido ao grande tempo que o empreendedor leva para fazer o documento e também devido a sua extrema imprecisão dos dados, principalmente no que se refere a parte de análise financeira. Logicamente nem todos pensam dessa maneira, e o Plano de Negócios é um documento que deve ser levado a sério quando exigido.

Em contrapartida, ao usar um protótipo funcional o investidor é capaz de aprender mais sobre os interesses dele com o produto do que qualquer outro documento. Além disso o protótipo mostra a visão do empreendedor de uma forma que o investidor possa interagir diretamente, além de mostrar que o empreendedor é capaz de construir aquilo que ele está prometendo.

2.1.2.5 Due Diligence

Due diligence é um processo de verificação das informações prestadas durante as fases anteriores, não só com a intenção de verificar a autenticidade das informações, mas também para apurar eventuais fatos omissos ou até desconhecidos[2]. Ocorre antes do investimento ser efetivado, os *term sheets* já foram feitos e todos os acordos foram aprovados, agora resta apenas saber se a *startup* tem alguma pendência jurídica/legal/financeira que possa comprometer o fechamento do acordo.

O processo tradicional da *Due Diligence* consiste em executar uma auditoria na empresa em que se pretende investir ou a ser adquirida com o objetivo de verificar se os dados de seus balanços demonstrativos estão corretos. Em *startups* não se tem muito o que auditar, visto que a empresa provavelmente ainda não fatura, exceto pelo histórico e situação atual dos sócios.

Essa fase, além de demandar muito tempo e esforço dos empreendedores, ainda passa a sensação de que eles estão sendo investigados, o que geralmente é desagradável. [2] afirma que esse é um dos preços a se pagar para obter investimento, e que uma *Due Diligence* bem feita pode agregar muito valor ao negócio, podendo verificar por exemplo se as práticas adotadas não implicam riscos desnecessários que podem ser evitados.

Abaixo é demonstrado algumas perguntas e documentos requisitados aos empreendedores:

1. Os sócios possuíram e/ou possuem participações em outras empresas? Se sim, relacione-as (sócio, porcentagem, empresa, CNPJ, data de entrada/saída);
2. A empresa e/ou seus sócios e/ou outras empresas (incluindo anteriores) possuem passivos (dívidas/débitos)? Se sim, relacione-os (devedor, credor, origem do débito, valor);
3. Os sócios já tiveram participação em empresa que tenha entrado em falência/recuperação judicial/concordata? Se sim, relacione-as (empresa, situação, data);

4. Existe algum débito/crédito/mútuo entre a empresa e seus sócios ou terceiros? Se sim, relacione-os (devedor/credor, valor, data, prazo);
5. Qual o valor do faturamento mensal da empresa nos últimos 12 meses? Relacione mês a mês;
6. Quantos prestadores de serviço e/ou funcionários a empresa tem atualmente e quantos já teve contratados?;
7. A empresa e/ou os sócios foram e/ou são réus em alguma ação judicial? Se sim, relacione-os (números do processo, vara, autor, objeto, data, valor, situação atual);
8. A empresa e/ou os sócios foram e/ou são autores em alguma ação judicial? Se sim, relacione-os (números do processo, vara, autor, objeto, data, valor, situação atual);
9. A empresa possui algum depósito de marca e/ou patente no INPI (Brasil) ou em qualquer outro organismo internacional equivalente? Se sim, relacione-as (marca/patente, data do depósito, situação);
10. São de conhecimento da empresa e/ou dos sócios quaisquer possíveis (mesmo que remotas) violações legais e/ou de direitos de terceiros até o presente momento?;
11. Relacione todos os contratos vigentes que a empresa tenha com terceiros (nome das partes, data, prazo, valor, objeto);
12. Além dos contratos relacionados no item anterior, a empresa e/ou sócios têm algum compromisso/promessa perante terceiros que possa representar ônus para a mesma?;
13. Relacione todos os ativos (intangíveis e tangíveis) que a empresa possui atualmente;
14. Relacione as principais despesas (fixas e variáveis) mensais que a empresa tem atualmente;
15. Relacione as principais receitas (fixas e variáveis) mensais que a empresa tem atualmente;
16. Relacione os bancos/agências/números de conta corrente da empresa;
17. Relacione os principais fornecedores;
18. Relacione os principais clientes;

Algumas perguntas acima apenas são possíveis se a empresa já estiver constituída e tiver algum faturamento, portanto cada questionário precisa ser personalizado conforme o estágio da empresa.

Com base nesse questionário o investidor poderá tomar a decisão de continuidade ou não no investimento, além de poder renegociar a participação dependendo dos resultados obtidos caso seja encontrada alguma divergência.

2.2 Term Sheet

Após a fase inicial de negociações entre o empreendedor e o investidor, se houver interesse de ambos em dar continuidade à avaliação do negócio os mesmos devem criar o termo de compromisso (*Term sheets*), onde o empreendedor deve imaginar como algo mais além do que uma carta de intenções.

O *Term Sheet* é um documento de duas ou três páginas que estabelece as principais condições negociadas e um compromisso mútuo de que, terminada a *Due Diligence*, não havendo nada que possa comprometer a efetivação do negócio, irão proceder à efetivação da sociedade.

Nesa fase o empreendedor estará comprometido a não procurar outros investidores até que a fase da *Due Diligence* seja concluída, isso dá uma segurança para que o investidor possa efetuar os investimentos necessários para executar esta fase, que envolve gastos na contratação de auditores e advogados.

Segundo [4] apenas dois termos interessam de verdade ao investidor: controle e economia. Economia se refere ao retorno que os investidores terão ao sair do negócio, devido a uma venda da *startup* ou mesmo uma abertura de capital (*IPO*) e também a qualquer termo que tenha um impacto direto no retorno. Controle se refere ao mecanismo que permite aos investidores tanto exercerem o controle no negócio quanto mesmo vetar algumas decisões que os fundadores possam tomar.

Quando *startups* são criadas, os empreendedores recebem ações ordinárias (*common stock*). Entretanto, quando um investidor realiza um

aporte financeiro nesta *startup* ele recebe ações preferenciais (*preferred stock*).

2.2.1 Termos econômicos

2.2.1.1 *Valuation*

O valor de uma *startup* (*valuation*) é o primeiro termo do *term sheet* e um dos quais o empreendedor mais deve focar. A *valuation* é formada pelo simples cálculo da quantidade de ações multiplicada pelo valor de cada ação, onde toda a negociação gira em torno de definir o melhor valor de cada ação.

Abaixo é mostrado a cláusula da *valuation* em um *term sheet*:

Price: \$_____ per share (the Original Purchase Price). The Original Purchase Price represents a fully diluted premoney valuation of \$_____ million. For purposes of the above calculation and any other reference to fully diluted in this term sheet, fully diluted assumes the conversion of all outstanding preferred stock of the Company, the exercise of all authorized and currently existing stock options and warrants of the Company, and the increase of the Company's existing option pool by [X] shares prior this financing.

Existem duas maneiras que a *valuation* pode ser negociada: *premoney* e *postmoney*. *Premoney* significa a *valuation* da *startup* antes de receber o aporte financeiro, enquanto *postmoney* significa a *valuation* após o aporte. Por exemplo, uma empresa que antes de receber investimento tenha uma *valuation premoney* de \$1M, ao receber um aporte de \$250 mil passará a valer \$1,25M (*postmoney*), assim o investidor receberá por esse aporte \$250mil divididos por \$1,25M, o que representa 20% de participação.

Outro fator que influencia a *valuation* são as *stock options*, também conhecidas como *employee pool*. *Stock options* são ações ordinárias reservadas para distribuir entre os empregados, geralmente no momento que são contratados ou quando atingem alguma meta de resultados, fazendo parte do plano de retenção e estímulo ao funcionário [3].

O tamanho da *employee pool* pode afetar diretamente a *valuation* da *startup*. Vamos assumir como exemplo uma *startup* avaliada em \$20M *premoney* e que esteja para receber um investimento de \$5M. Esta *startup* tem 10% de *employee pool* porém o investidor sugere que seja destinado 20% para este fim. Neste caso os outros 10% serão retirados da *premoney valuation*, resultando em uma *valuation* final de \$18M.

Abaixo segue alguns fatores descritos por Noam Wasserman (*The Founder's Dilemmas*) que os investidores analisam na hora da *valuation*:

- Estágio da *startup*: *Startups* em estágios iniciais geralmente recebem uma *valuation* baseada na experiência dos empreendedores e na percepção do investidor sobre a oportunidade. Em estágios mais avançados, histórico de faturamento e projeções futuras passam a ter um peso na decisão.
- Competição com outros investidores: Se o investidor perceber que existe interesse de outros investidores na *startup* a *valuation* tende a ser maior.
- Experiência do empreendedor: Quanto maior a experiência do empreendedor, menor o risco, maior a *valuation*.
- Estado atual da economia: Embora o empreendedor não possa alterar este cenário, o estado da economia interfere diretamente. Quanto pior estiver, provavelmente menor será a *valuation*.

Abaixo segue um simples quadro acionário de uma *startup*.

NewCo Inc.

Pro Forma Cap Table

	Start-up Capitalization			Series A Funding			
	Common	Total	%	Series A Investment	Series A Preferred	Post-Money Total	FD %
Founders	1,000,000	1,000,000	100.0%			1,000,000	75.0%
Options Granted		0	0.0%			-	0.0%
Options Available		0	0.0%			-	0.0%
Investor 1		0	0.0%	\$ 1,000,000	333,333	333,333	25.0%
Investor 2		0	0.0%	\$ -	-	-	0.0%
Investor 3		0	0.0%	\$ -	-	-	0.0%
Total	1,000,000	1,000,000	100.0%	\$ 1,000,000	333,333	1,333,333	100.0%
Pre-Money Valuation				\$ 3,000,000			
Price / Share				\$ 3.00			
Total \$ Invested				\$ 1,000,000			
Post-Money Valuation				\$ 4,000,000			
Date				6/30/09			

Founders diluted by 25%

Investor desires 25% ownership.

Figura 2. Quadro acionário de uma startup

2.2.1.2 Preferência na venda

Depois da *valuation*, o termo de preferência na venda (*Liquidation Preference*) é o termo mais importante a ser negociado no *term sheet*, pois ele definirá como os sócios (isso inclui os investidores) receberão suas participações quando a *startup* for vendida parcial ou totalmente. Esse termo será de total importância principalmente quando a *startup* for vendida por menos que o capital que foi investido.

Segundo [2] *Liquidation* é um evento que acontece quando ocorre fusão de empresas, aquisição, venda de controle acionário ou venda de parte da empresa onde os empreendedores não terão mais a maior parcela na participação.

Outra variável que deve ser levada em consideração é se o *equity* dos investidores é participativo ou não-participativo:

- Participativo: Após o pagamento das ações preferenciais aos investidores da última rodada, o que sobrar deve ser dividido proporcionalmente para quem possuir ações ordinárias e entre os acionistas preferenciais.
- Não participativo: O pagamento deve ser dividido proporcionalmente entre todos os sócios.

Para deixar simples esse processo de *Liquidation*, vou exemplificar com um exemplo de uma *startup* que teve apenas o *Series A Round*.

Supondo que a *startup* recebeu uma *premoney valuation* de \$10M e em seguida um investimento de \$5M, o que dá uma participação arredondada de 33% para os investidores e 67% para os sócios fundadores. Supondo que a *startup* seja adquirida por \$30M, vamos verificar os possíveis cenários de distribuição da aquisição:

- Cenário 1, Preferencial não participativo: Os investidores irão receber 33% (\$10M) e os empreendedores receberão 67% (\$20M).
- Cenário 2, Preferencial participativo: Neste caso os investidores receberão \$5M equivalentes ao investimento realizado e em

seguida receberão 33% do que sobrar, ou \$8,3M (33% de \$25M), caracterizando um retorno total de \$13.3M. Enquanto isso os empreendedores receberão 67% de \$25M, equivalentes a \$16.7M.

Liquidation preference é fácil de entender quando a *startup* recebeu apenas um *round* de investimento, porém torna-se muito mais complicado a medida que a *startup* cresce e ela começa a receber várias outras rodadas.

Segundo [4] existem duas abordagens simples para resolver esse problema:

1. Os investidores receberão suas participações na frente dos outros, investidores *Series C* recebem antes dos investidores *Series B* que por sua vez recebem antes dos investidores *Series A*. Conhecido como *Stacked Preference*.
2. Os *rounds* de investimentos são equivalentes, então investidores de todos os *rounds* dividem proporcionalmente. Conhecido como *Blended Preference*.

Vou mostrar outro exemplo, dessa vez de uma *startup* que recebeu na *Series A round* \$5M em uma *premoney valuation* de \$10M, e na *Series B round* recebeu um aporte de \$20M em uma *premoney valuation* de \$30M. Vamos supor que a *startup* foi vendida por \$15M:

1. Se for *Stacked Preference*, o investidor do *Series B round* vai pegar todo o dinheiro.
2. Entretanto, se for *Blended Preference*, o investidor do *Series A round* irá receber 20% (\$3M) e o investidor do *Series B round* irá ficar com 80% (\$12M), baseado na proporção de investimento realizado por cada um.

Em ambos os casos o empreendedor não irá receber nada na venda da *startup*, uma vez que a preferência é de \$25M e a *startup* foi vendida por \$15M, menos que a preferência.

O site americano venturebeat.com voltado para *startups*, listou os maiores *exits* realizados em 2012 por firmas de *Venture Capital* focadas em empresas de tecnologias:

Top Venture Capital Firms with Most Private Tech Company Exits for 2012				
#	Venture Capital Firm	Largest M&A Exit	Date	Deal Price (\$)
1	 Intel Capital	 ancestry.com*	Dec-2012	1,600,000,000
2	 Felicis Ventures	 meraki	Nov-2012	1,200,000,000
3	 SVAngel	 Yammer	Jun-2012	1,200,000,000
4	 SEQUOIA CAPITAL	 meraki	Nov-2012	1,200,000,000
5	 First Round CAPITAL	 SINGLEPLATFORM	Jun-2012	95,000,000
6	 BV Battery Ventures	 Consona	Aug-2012	250,000,000
7	 (Draper Fisher Jurvetson) DFJ	 Yammer	Jun-2012	1,200,000,000
8	 greylockpartners.	 Instagram	Apr-2012	715,000,000
9	 ignition Sparking innovation	 ZENPRISE Put Mobile to Work	Dec-2012	355,000,000
10	 Google ventures	 meraki	Nov-2012	1,200,000,000
11	 true ventures	 meebo™	Jun-2012	95,000,000
12	 BENCHMARK	 NICIRA	Jul-2012	1,260,000,000
13	 LERER VENTURES	 venmo	Aug-2012	26,200,000
14	 M Menlo	 PowerReviews	May-2012	151,900,000
15	 POLARIS VENTURE PARTNERS	 AVILA THERAPEUTICS	Jan-2012	350,000,000
16	 ACCEL PARTNERS	 NextG Networks®	Apr-2012	1,000,000,000
17	 Bain Capital Ventures	 KIVA Systems	Mar-2012	775,000,000
18	 Redpoint	 NextG Networks®	Apr-2012	1,000,000,000
19	 FE (RRE Ventures)	 SINGLEPLATFORM	Jun-2012	95,000,000
20	 FOCUS VENTURES	 loglogic	Apr-2012	130,000,000

2.2.1.3 Pay to play

Pay to play é uma solução que visa incentivar o investidor a participar das próximas rodadas de investimento. Basicamente o investidor que não aceitar participar da nova rodada de investimentos com pelo menos o percentual da sua participação terá suas ações alteradas para ordinárias. Esse termo também provê proteção de anti-diluição àqueles investidores que continuarem investindo

Uma desvantagem de automaticamente converter ações preferenciais em ordinárias é que uma vez que o investidor tiver suas ações convertidas, o termo *pay to play* pára de incentivar aquele investidor a continuar participando nas próximas rodadas de investimentos.

Existem formas agressivas e tranquilas de *pay to play*. A mais agressiva define que se o investidor não conseguir participar naquele *round* com todo o seu percentual de participação, todas as suas ações serão transformadas em ordinárias. A menos agressiva diz que se o investidor que não conseguir, por qualquer motivo, participar por completo da próxima rodada de investimentos, apenas a porcentagem que faltou para atingir a sua participação será transformada em ações ordinárias.

[2] acredita que *pay to play* é geralmente bom tanto para a empresa quanto para os investidores. Este termo faz com o que os investidores deem suporte a *startup* no momento que ela precisa. Além disso, o investidor não vai gostar de ver suas ações preferencias sendo transformadas em ordinárias, o que acaba injetando mais dinheiro para a *startup*.

2.2.1.4 Vesting

Segundo [2], *vesting* é basicamente um tempo de carência que o empregado ou empreendedor tem para de fato ser dono das ações que lhe foram destinadas. Isso significa que durante o período de *vesting*, que normalmente dura 4 anos, o dono dessas ações tem que estar atuando na empresa para receber suas participações.

Normalmente a carência das ações vence anualmente, então passado o primeiro ano, a pessoa receberá 25%, receberá mais 25% passado o

segundo ano e assim vai até completar os 4 anos e atingir os 100%. Algumas empresas mantêm o período de carência mensal, ou seja, se o empregado ou sócio sair do negócio no 21º mês, ele receberá 43,75% (21/48) da sua participação.

Geralmente os fundadores recebem um tratamento diferente, onde eles recebem um ano de *vesting* no momento do investimento, e o resto das suas participações são diluídas em 36 meses. Esse modo serve para compensar o tempo que os empreendedores trabalharam antes de receberem o investimento.

2.2.1.5 Antidilution

Geralmente os investidores exigem direitos de proteção anti-diluição para manter o valor de sua participação caso seja realizada uma nova rodada de investimentos com base em uma avaliação inferior àquela na qual investiram originalmente (*down round*). Esta proteção funciona aplicando-se uma fórmula matemática para calcular o número de novas ações que os investidores receberão, praticamente sem custos, para compensar o efeito dilutivo da emissão de ações mais baratas.

Existem diversas variações da fórmula, cada uma delas trazendo diferentes graus de proteção. Estas podem incluir uma proteção chamada de *full ratchet*, que mantém a porcentagem total da participação do investidor no mesmo nível, ou no mesmo valor em caso de *down round*. Outras versões da fórmula trazem alguma compensação para a diluição, mas permitem que a porcentagem da participação caia; a mais comum é a *weighted average*, onde o nível de proteção requerido por um investidor depende de diversos fatores, inclusive da avaliação da empresa no momento do investimento e a percepção da exposição a futuras e eventuais solicitações de novas rodadas de investimento.

2.3 Mecanismos de saída (Exits)

Para realizar retornos financeiros, as firmas de *Venture Capital* precisam revender a participação que detêm nas empresas investidas. Essa etapa, mesmo quando não é lucrativa, chama-se saída (*exit*) e é fundamental para esse ramo de negócios [22].

A oportunidade de realização de saídas que cubram o custo de oportunidade dos recursos empregados, é condição necessária para a existência do capital de risco e depende de diversos fatores relacionados às competências do *Venture Capitalist*, características do empreendimento e especificidade do mercado em que se atua.

[25] classifica as tarefas do *Venture Capital* em três grupos:

- Busca, avaliação e investimento;
- Acompanhamento ou agregação de valor e monitoramento;
- Saída (exit).

[26] acredita que o negócio das firmas de *Venture Capital* seja investir por um período de tempo e sair no momento adequado, quando os gestores serão finalmente recompensados financeiramente pelo resultado obtido. Sob essa perspectiva, a saída acaba dominando a forma com que outras atividades do ciclo de investimentos são realizadas.

2.3.1 Venda estratégica (*Trade-Sale*)

Na venda estratégica (*Trade-Sale*) a totalidade das ações é oferecida a um comprador, em geral um grande grupo empresarial com atividade semelhante ou complementar à do empreendimento em questão. Na maioria das vezes, o comprador já se relacionava contratualmente com a empresa adquirida [30] e busca atingir objetivos estratégicos como a entrada em um novo mercado.

Em alguns casos, o adquirente já possuía participação na empresa adquirida da carteira do *Venture Capitalist*. Teoricamente, essa estratégia seria classificada como uma venda para outro investidor (*secondary-sale*) porém o objetivo final é o *trade-sale*.

[31] destacou uma grande vantagem do *trade-sale* frente aos outros mecanismos: baixa exposição à volatilidade de mercados financeiros. Mesmo em momentos de crise econômica algumas empresas mantêm a capacidade de realizar aquisições ou, justamente devido ao relativo barateamento de ativos que ocorre durante uma crise, podem realizar aquisições a valores tidos como vantajosos. Segundo essa constatação, *trade-sales* serão preferíveis quanto maior for a volatilidade do mercado em questão.

2.3.2 Introdução em bolsa de valores (*Initial Public Offering - IPO*)

Na introdução em bolsa de valores (*IPO*), as ações da empresa são oferecidas ao mercado pela bolsa de valores, entretanto, nem toda empresa é elegível ao *IPO*. [22] e [31] constataram que, devido à existência de elevados custos fixos, apenas empresas acima de um determinado tamanho são introduzidas em bolsa. Entre os custos estão: comissão para os bancos (incluindo o *underwriter*); honorários advocatícios; emolumentos pagos à bolsa de valores; contadores e auditores, o que somando tudo pode chegar a 25% da capitalização obtida [28]. Empresas cotadas em bolsa também arcam com custos de manutenção, que incluem auditoria independente, divulgação de informação, pressão de acionistas etc.

Segundo [31], o *IPO* é especialmente atraente para empreendedores que desejem manter o controle da empresa após a saída do *Venture Capital*, permitindo que diversifiquem parte de seu patrimônio. Para [31], esses benefícios podem fazer com que os empreendedores optem por estratégias, que embora ineficientes, os aproximem de um possível *IPO*.

Nos Estados Unidos, *Venture Capitalists* obtêm em média 60% de retorno com as transações feitas por meio de *IPOs*, enquanto as transações de *trade-sale* geram em média 15%. Não se pode concluir dessa comparação que o *IPO* seja a saída ideal. O resultado sofre o chamado viés de seleção, pois os *IPOs* são justamente feitos por empresas mais lucrativas, que atingiram um determinado tamanho e, por isso, puderam ser oferecidas em bolsa de valores. A simples comparação de taxas de retorno também ignora diferenças no risco associado a cada um dos mecanismos de saída.

[28] afirma que além das considerações sobre taxa de retorno, outro aspecto levado em consideração na formulação da estratégia de saída é a reputação que um *IPO* bem-sucedido pode gerar. Em alguns casos, *Venture Capitalists* jovens tentam realizar prematuramente o *IPO* de pequenas e médias empresas de seus portfolios com o objetivo de construir um histórico de sucesso que permitirá atrair mais recursos financeiros e profissionais qualificados. [22] denomina esse fenômeno de *grandstanding*.

Lockup corresponde ao período entre o início do *IPO* e o momento em que o *VC* inicia sua saída total, é importante tanto para cumprir

determinações legais quanto para evitar reações adversas do mercado, devido à existência de assimetria informacional entre o novo e o antigo investidor. Saídas rápidas poderiam gerar suspeita de má qualidade do empreendimento, sinalizando superestimação do preço da ação. [28]

2.3.3 Venda para outro investidor (*Secondary Sale*)

Parte ou totalidade das ações detidas pelo fundo de capital de risco são vendidas a um terceiro investidor, em geral de outro fundo de *Private Equity*. [30]

2.3.4 Recompra pelo empreendedor (*Buyback*)

Os empreendedores, a empresa ou os gestores da empresa recompram a participação detida pelo *Venture Capitalist*. Essas transações são raras no Brasil pois altas taxas de juros encarecem seu financiamento por meio de dívida. Esse mecanismo permanece como uma alternativa à liquidação total dos ativos. [28]

2.3.5 Liquidação (*Write-off*)

A empresa é desconstituída e todos os ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores. Eventualmente o *Venture Capitalist* pode liquidar uma empresa *living-dead* (morta-viva). Essas são empresas que ainda não perderam seus gestores e embora economicamente viáveis, não possuem expectativa de crescimento que cobriria o custo de oportunidade do *Venture Capital*. [27]

3. Crowdfunding

Atrair investimentos é um problema com o qual os empreendedores lidam desde o início dos seus negócios devido à falta de fluxo de caixa e a presença de uma significativa assimetria de informação com os investidores [15].

Enquanto vários investidores como os *Venture Capitalists* tem como objetivo investir grandes quantias, startups que necessitem de pouco investimento acabam por recorrer aos amigos e família, mas conhecidos como *FFF (Friends, Family and Fools)*. Eles também fazem o uso intensivo de técnicas de *bootstrapping* como forma de mitigar a falta de capital.

Mais recentemente, alguns empreendedores passaram a confiar na internet para procurar investimentos direto do público em vez de investidores tradicionais como *Business Angels*, Bancos ou fundos de *Venture Capital* [16].

Crowdfunding torna possível que empreendedores de organizações com ou sem fins lucrativos, artistas e organizações sociais levanten investimentos. O maior caso de sucesso até o momento vem da empresa americana *Pebble Technology* que levantou em maio de 2012 pouco mais de \$10M para o projeto chamado *Pebble: E-Paper Watch* através da maior plataforma de *Crowdfunding*, o site kickstarter.com.

Isso mostra que o *Crowdfunding* tem potencial de se tornar um meio para investimentos não só em projetos pequenos mas também em *startups* com alta capacidade de crescimento, que recebem investimentos basicamente de *business angels* e *venture capitalists*. Segundo [12], se o *Crowdfunding* irá se tornar uma alternativa significativa para investimento anjo ou *Venture Capital* ainda não é possível afirmar, porém *Pebble Technology* mostrou que isso não é impossível.

O caso da empresa citada acima é uma exceção em relação à quantidade de investimento recebido, o que se tem visto atualmente é que uma grande quantidade de *startups* tem recebido pequenas quantias de investimentos.

O que vale notar é que a busca de investimento do tipo *crowdfunding* vai além de empresas de tecnologia, o que na verdade representa apenas uma parte pequena dos projetos. A maior quantidade de projetos são relacionados às áreas como filme, música, arte e jogos.

No gráfico abaixo podemos observar a distribuição da quantidade de projetos pelos estados americanos assim como as suas respectivas áreas.

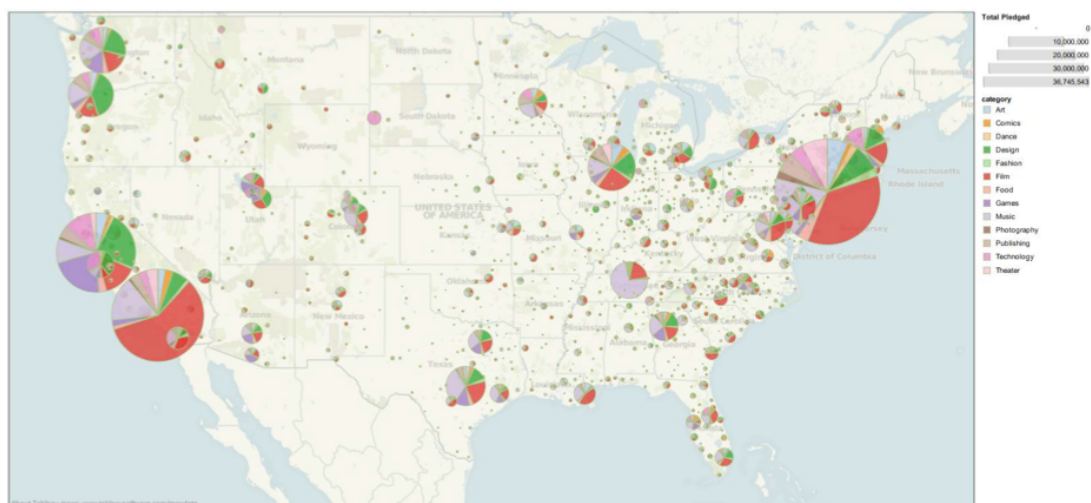


Figura 4. Quantidade de projetos que receberam Crowdfunding por estado americano

3.1 Tapping the Crowd for money

Em termos simples, *Crowdfunding* é definido como uma forma de financiar um projeto através de um grupo de pessoas em vez de profissionais, como *business angels* ou *venture capitalists* [12].

[12] vão além e estendem a forma como [16] define *crowdfunding*: eles afirmam que se trata de uma chamada aberta, essencialmente feita pela internet, para a provisão de recursos financeiros tanto em forma de doação quanto em troca de alguma recompensa e/ou direito de voto, permitindo apoiar iniciativas com propósitos específicos.

Várias plataformas surgiram para intermediar *crowdfunders* e empreendedores, entre elas podemos citar Kickstarter, Indiegogo e RocketHub.

Esta forma de investimento para negócios nascentes se diferencia em vários aspectos dos modelos tradicionais, tal como investimento anjo, *Venture Capital* e até mesmo empréstimos bancários. Segundo [19] uma diferença importante é que, diferentemente de investimentos tradicionais, projetos engajados em *Crowdfunding* tem uma variedade enorme de objetivos. Vários projetos de *Crowdfunding* procuram levantar pequenas quantias de dinheiro, muitos abaixo de \$1,000.

Entretanto, [12] afirmam que esta forma de investimento aparece como uma ótima oportunidade para empreendedores levantarem um investimento

inicial necessário para iniciarem seu novo negócio, tendo como objetivo realizar uma prova de conceito.

Segundo [13] não se pode dizer se esta forma de investimento vai substituir ou até mesmo chegar a disputar de maneira equilibrada com as formas tradicionais de investimentos, visto que estas envolvem outras características além do dinheiro, como consultoria, governança e prestígio.

Além de abranger uma ampla variedade de projetos, o *Crowdfunding* também se diferencia de outros modelos de investimentos devido ao relacionamento entre fundadores e investidores variar muito de acordo com o contexto e a natureza do projeto [14].

Em alguns projetos de *Crowdfunding* voltados a artes ou causas humanitárias, os empreendedores são vistos pelos investidores como patronos ou filantropos, que se caracterizam por não esperar nada em retorno. Outros projetos tratam seus investidores como *early adopters*, permitindo que os mesmos tenham um acesso antecipado ao produto, podendo ser por um preço mais baixo ou algum outro tipo de atrativo. Esses *early adopters* são importantes para o projeto pois eles terão acesso inicial às funcionalidades, podendo assim reportar falhas ou melhorias, gerando um ciclo de melhoramento e validação da ideia.

3.2 Analisando o Kickstarter

Existem mais de 500 plataformas de *crowdfunding* pelo mundo hoje e a maior delas é a Kickstarter. Kickstarter é uma plataforma baseada em recompensa, diferentemente das plataformas de *crowdfunding* da Europa que são baseadas em *equity* (participação societária). Embora a expectativa para os próximos anos seja de que a maioria das plataformas sejam baseadas em *equity*, hoje em dia a maioria ainda é baseada em recompensas.

A Kickstarter disponibiliza publicamente os dados dos projetos hospedados na plataforma, dos quais podemos tirar algumas conclusões. Os dados que serão analisados posteriormente correspondem ao período de junho de 2012 a fevereiro de 2013.

O gráfico abaixo representa o total de projetos. Podemos ver um aumento expressivo de 66 mil para quase 90 mil projetos, representando um aumento de 43%.

Total Kickstarter Projects Launched, Month End, June '12 to Feb '13

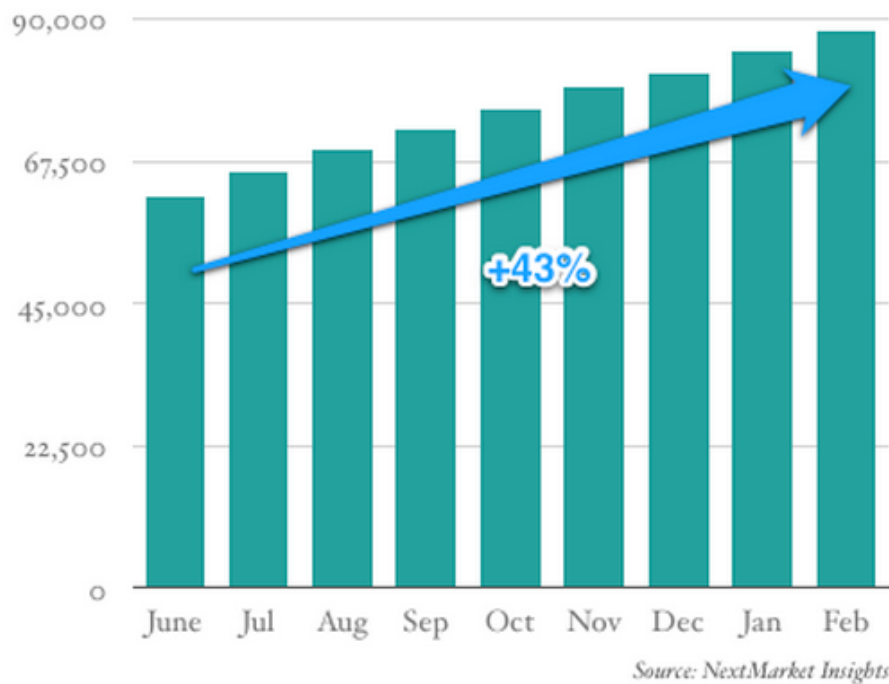


Figura 5. Total de projetos criados no Kickstarter no segundo semestre de 2012

A plataforma foi lançada como empresa em abril de 2009, exatamente quatro anos atrás, porém apenas nos últimos oito meses teve um crescimento de 43% no total de projetos. Parece ser um crescimento muito bom, mas vamos analisar neste outro gráfico o crescimento mês a mês.

Total Kickstarter Projects, Monthly Increases, July '12 to Feb '13

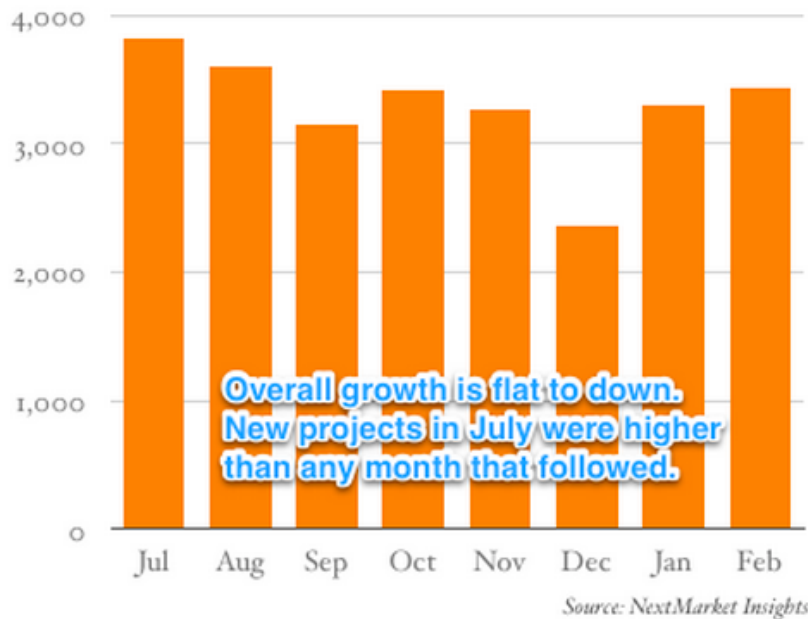


Figura 6. Crescimento absoluto do número de projetos do Kickstarter

O gráfico acima mostra o número absoluto de projetos lançados em cada mês. Dá pra perceber uma diminuição na criação de novos projetos nos últimos oito meses. Julho foi o mês de maior número de novos projetos, todos os meses subsequentes tiveram uma diminuição significativa. O gráfico deixa uma dúvida se a queda nos últimos meses de 2012 pode ter sido decorrente da chegada do final do ano, visto que os dois primeiros meses de 2013 mostraram uma reação na criação de novos projetos.

Enquanto que o gráfico acima mostra em números absolutos novos projetos, o gráfico abaixo mostra em termos de porcentagem, o que nos revela que o início de 2013 não foi tão bom assim, correspondendo uma queda de 34% em comparação ao mês de julho de 2012.

Percentage Increase Month to Month in Projects Launched, July to February

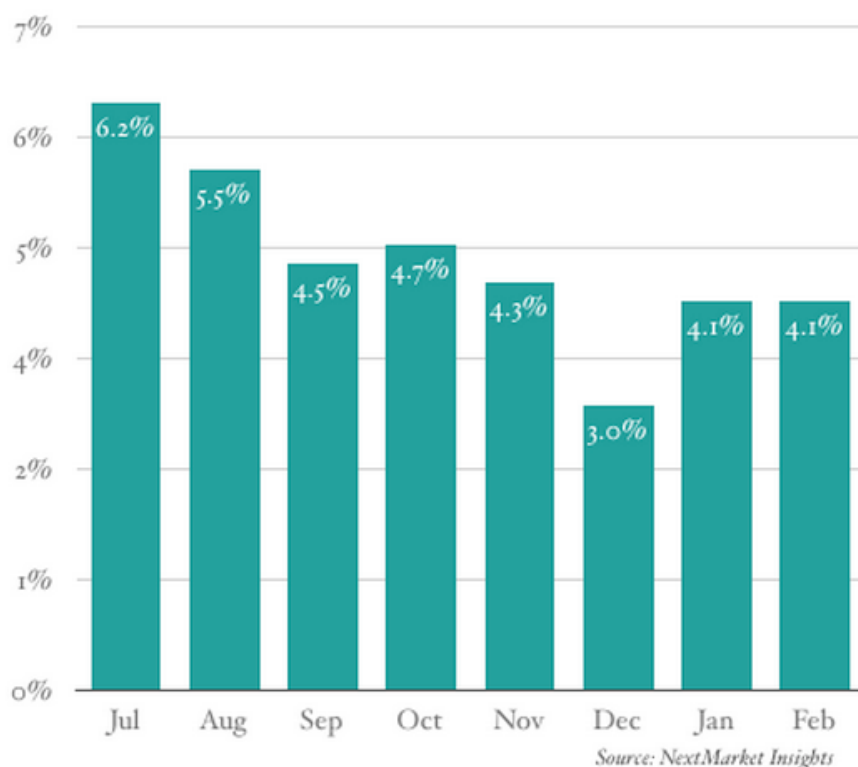


Figura 7. Crescimento percentual do número de projetos do Kickstarter

Segundo [19], ainda é muito cedo para tirar qualquer conclusão. Ele afirma que o interesse pelas plataformas de *Crowdfunding* nunca foi tão grande e que novas pessoas ainda estão conhecendo e experimentando. Como em qualquer mercado os primeiros que entraram tiveram uma maior chance de sucesso, e a medida que novos projetos surgiram e a concorrência por investimentos aumentou, a chance de sucesso tendeu a diminuir.

Chris Taylor, fundador do *Gas Powered Games* afirmou que à medida que o *Crowdfunding* deixa de ser novidade, e mais pessoas passam a fazer uso dele, torna-se cada vez mais difícil de obter o investimento almejado e mais do que nunca a necessidade de inovar aumenta.

3.3 Variáveis

[19] fez uma análise de vários projetos que receberam investimentos por *Crowdfunding*, o mesmo usou a base de dados públicos do Kickstarter.

Foram analisados cerca de 46.902 projetos, dos quais 22.462 (47,9%) obtiveram sucesso, ou seja, alcançaram o mínimo de investimento previsto inicialmente. O número de projetos que não obtiveram sucesso corresponderam a 24.440 (52,1%), somando um total de \$198M investidos.

Abaixo são descritas algumas variáveis importantes que contribuem para o sucesso de um projeto:

- **Objetivo:** É o valor do investimento que o empreendedor deseja receber. O Kickstarter segue um modelo "tudo ou nada", assim o empreendedor só recebe o dinheiro se o objetivo for alcançado.
- **Nível do *funding*:** Corresponde à porcentagem do investimento alcançado. Projetos que cheguem pelo menos ao objetivo são considerados de sucesso. Porém os projetos podem receber mais do que desejavam inicialmente.
- ***Backers*:** Pessoas que investem em projetos de *Crowdfunding*.
- **Porcentagem de *Backers* iniciantes:** Alguns investidores são recorrentes, costumam investir regularmente, porém essa variável se destina a calcular o número de *Backers* que estão investindo pela primeira vez.
- ***Pledge/Backer*:** Essa variável é o valor total de investimento recebido dividido pelo número de investidores.
- **Amigos no facebook:** O papel das redes sociais em investimento de novos negócios tem se mostrado muito importante [18]. Esta variável tem como objetivo verificar quanto de impacto o empreendedor é capaz de gerar na rede.
- **Nível de recompensa:** A maioria dos projetos oferece recompensas aos investidores dependendo do valor investido, esta variável visa representar o quão relevante é a recompensa.
- **Categoria:** O projeto deve ser categorizado dentre as várias categorias existentes, como Filme, Dança, Arte, Design e Tecnologia.

- Atualizações: Durante o período de *funding* podem surgir atualizações no projeto que devem ser notificadas para uma melhor captação de novos investidores.
- Comentários: Empreendedores ou investidores podem comentar no projeto, mostrando algum tipo de interesse ou descontentamento.
- Duração: Esta variável representa o número de dias que o projeto está disponível para receber investimentos.

É natural que algumas variáveis atuem diretamente no sucesso de um projeto. Por exemplo, se o objetivo a ser alcançado for muito alto e o tempo de duração da captação de recursos for pequeno, provavelmente este projeto terá uma menor chance de sucesso em comparação a um projeto mais modesto e com tempo de captação um pouco maior.

Segundo [19], se os fatores que levam projetos ao sucesso no processo de levantar fundos a partir de formas tradicionais de capital de startup se mantêm verdadeiros para o *crowdfunding* ainda é incerto.

A rede de contatos dos empreendedores tem tido um papel muito importante no sucesso de novos negócios e no acesso ao venture capital, mas pode interferir de forma diferente no crowdfunding [17].

Aumentar o objetivo do projeto está diretamente associado com o insucesso, quanto maior for o objetivo, menor a chance do projeto ser bem sucedido.

Quanto maior a duração, menor o sucesso, e a razão possivelmente é que uma maior duração pode revelar uma falta de confiança no desenvolvimento do projeto. Segundo [19], projetos com duração média de 30 dias tem 35% de chance de sucesso, enquanto que projetos com duração de 60 dias a chance cai para 29%.

3.3 Taxas de sucesso e falha

Segundo o estudo feito por [19], as falhas ocorrem em grande escala, enquanto os sucessos acontecem em pequena escala. A média de investimento alcançado por projetos que falharam é de apenas 10.3%.

Apenas 10% dos projetos que falharam alcançaram 30% dos seus objetivos e apenas 3% chegaram a 50% do objetivo.

Os projetos que falharam receberam uma média de \$900 por investidor, enquanto que os de sucesso receberam \$7,825. O gráfico abaixo mostra os dados.

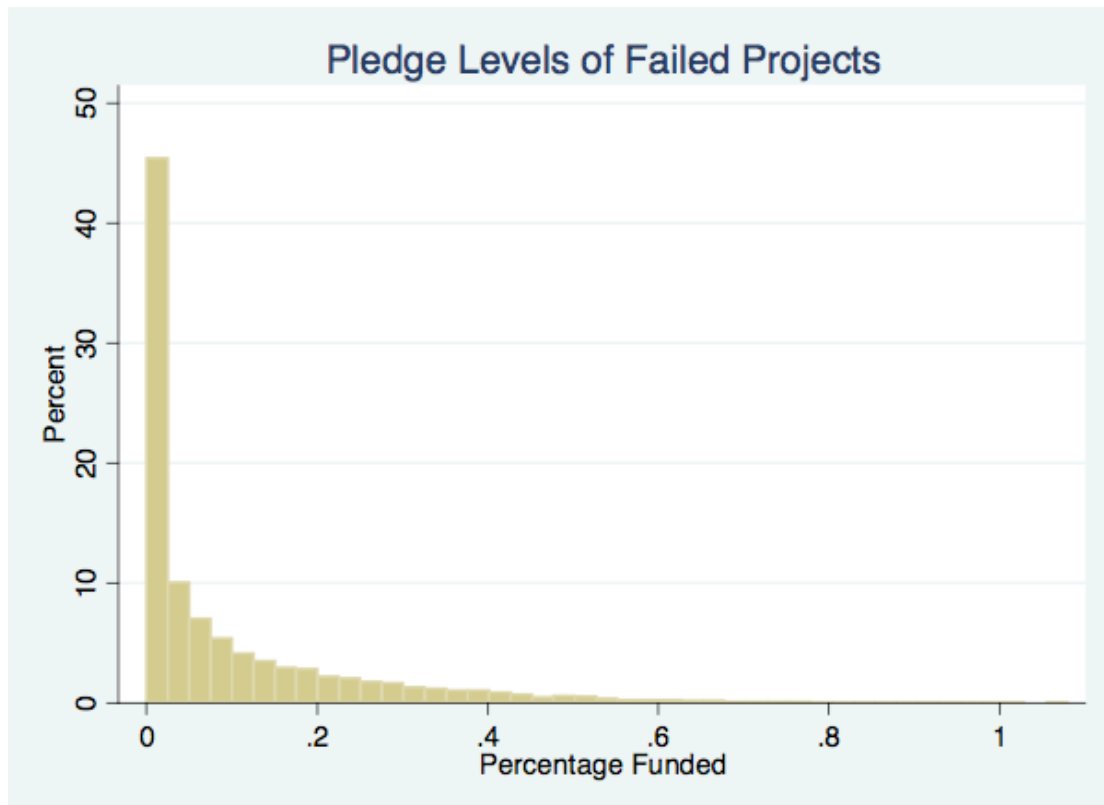


Figura 8. Taxa de projetos que falharam no Crowdfunding

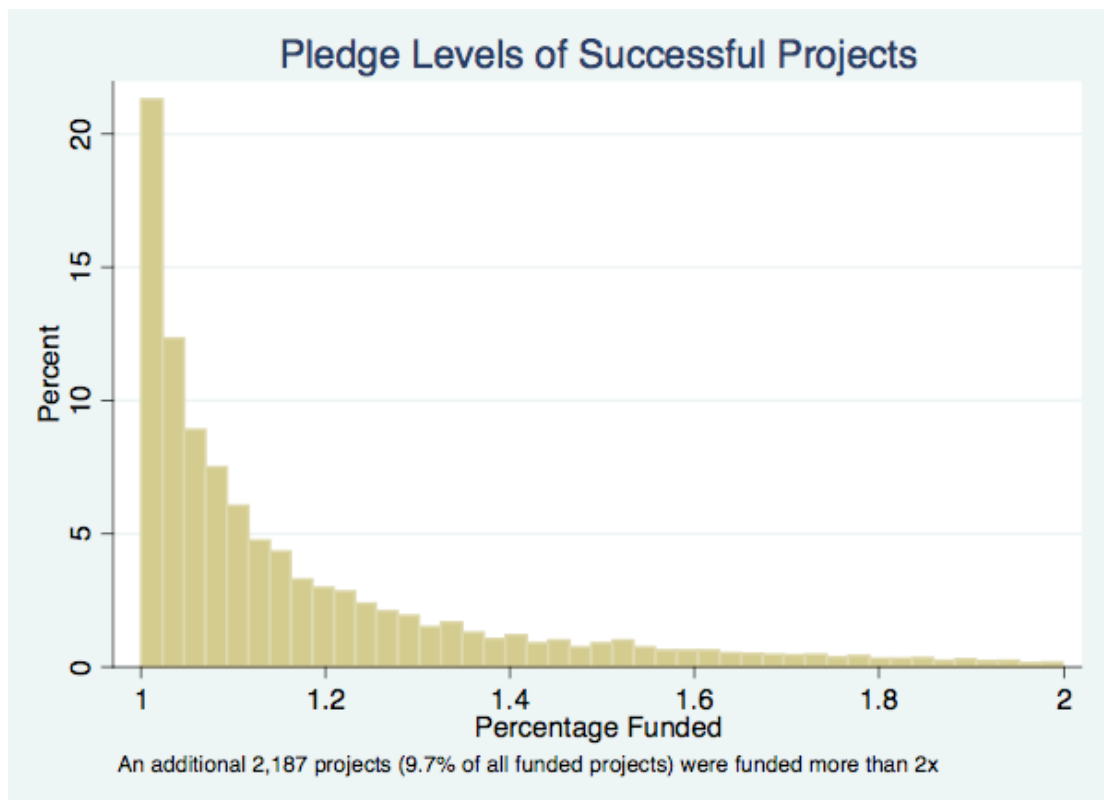


Figura 9. Taxa de projetos que obtiveram sucesso no Crowdfunding

Os projetos que chegam ao objetivo obtêm uma margem muito menor comparada com os projetos que falham. 25% destes projetos passam 3% ou menos dos seus objetivos, e apenas 15% passam 10%. Apenas 1 em 9 projetos conseguem uma marca de 200% do objetivo.

O gráfico abaixo mostra a quantidade de projetos que obtiveram sucesso e falha distribuídos pelas cidades americanas.

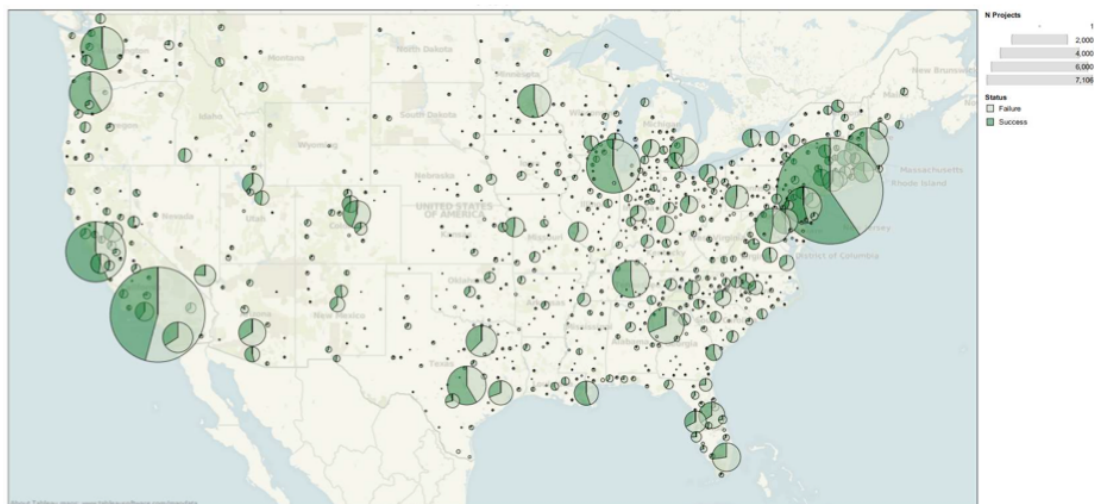


Figura 10. Taxa de sucesso e falha no Crowdfunding por estado americano

3.4 Jumpstart our Business Startups Act

Em 5 de abril de 2012, o presidente dos EUA Barack Obama assinou uma lei que alterou drasticamente a forma como os investimentos de *Crowdfunding* são realizados nos EUA.

Até então as plataformas de *Crowdfunding* americanas só podiam operar oferecendo recompensas como produtos, descontos ou agradecimentos públicos aos investidores. Com o lançamento do chamado *Jumpstart our Business Startups Act (JOBS Act)*, passou a existir a possibilidade dos investidores receberem *equity* em troca dos investimentos.

O *equity* porém tem uma porcentagem máxima definida que é de 5% para indivíduos com renda anual máxima de \$100,000 e de 10% para aqueles com renda anual superior a \$100,000.

Porém o que ainda pode-se notar é que poucas ou quase nenhuma plataforma está usando *equity* como forma de recompensa. O que acontece é que agora que o *JOBS Act* está valendo o *US Securities Exchange Commission (SEC)* foi instruído pelo Congresso Americano a analisar as novas mudanças antes que o *JOBS Act* se torne efetivo. O *SEC* existe com o objetivo de regular as leis fiscais federais e proteger o público de possíveis erros perante as leis.

A fim de que o público se sinta protegido durante o investimento em pequenos negócios, o *SEC* está trabalhando em criar uma estrutura para salvaguardar essas novas permissões. Até que o *SEC* finalize estas vistorias,

as plataformas de *Crowdfunding* não poderão oferecer recompensas baseadas em *equity* de forma legal.

Embora o montante de investimentos realizados todos os anos em *startups* americanas seja muito grande, as *startups* ainda encontram muita dificuldade de atrair investimentos em seus estágios iniciais. Apenas os investidores credenciados e outros investidores institucionais, que juntos representam menos de 1% da população americana são permitidos a realizarem investimentos.

Na Inglaterra, não apenas o *equity crowdfunding* é permitido, além disso qualquer pessoa pode investir entre £500 e £1M e ter até 30% de abatimento no imposto de renda.

Proteção ao investidor é importante mas colocar tantos requisitos como acontece com o *JOBS Act* pode simplesmente enfraquecer a atratividade do *equity crowdfunding*.

No parágrafo terceiro do *JOBS Act*, que diz respeito a crowdfunding, empresas que estejam procurando *equity crowdfunding* devem pensar previamente no esforço necessário para seguir as normas do SEC e prover toda a documentação necessária para o investidor, que inclui:

- Documento de registro e incorporação;
- Nome dos diretores e colaboradores;
- Descrição do negócio;
- Declaração de impostos dos exercícios anteriores;
- Demonstração financeira;
- Intenção de uso dos investimentos, total de investimentos que deseja obter e prazos;
- Preço do *equity*;
- Descrição de propriedade;
- Títulos em circulação da empresa.

Além disso, se a empresa desejar atrair mais de \$500,000, será necessário uma auditoria nas demonstrações financeiras, acarretando ainda mais custos ao lançamento do projeto.

O futuro do *equity crowdfunding* ainda é incerto nos EUA, empreendedores entusiastas e investidores ainda terão que aguardar mais um pouco o resultado final do estudo do SEC. De qualquer forma, o modo como os pequenos negócios recebem investimentos será drasticamente alterado assim que o *JOBS Act* comece a valer.

4. Bootstrapping

Como toda escolha, o modelo de *bootstrapping* tem seu lado bom e ruim. De acordo com [20], quando o empreendedor tem um negócio que não recebeu investimentos, o foco fica literalmente nas vendas e na aquisição de clientes, pois ele sabe que depende exclusivamente disso para o sucesso do negócio.

Porém, se a *startup* recebeu um ou mais *rounds* de investimentos, o foco vai ficar um pouco dividido, por um lado o empreendedor quer realizar seu projeto da melhor forma possível, e do outro o investidor espera apenas retirar o maior retorno possível em um evento de *exit*. Neste último caso o empreendedor pode perder o foco focando nos investidores em vez dos clientes.

Uma *startup* que utiliza o *bootstrapping*, o CEO entrará em contato direto com os clientes e saberá o que eles querem e quais as suas expectativas. Ele não terá distrações com investidores, preparando *pitchs* e apresentações, muito menos criando apresentações das projeções financeiras.

Umas das desvantagens de usar este modelo é que no início o empreendedor provavelmente não poderá se dedicar *full-time* ao projeto, obrigando-o a trabalhar em outro local para poder se sustentar, o que também tende a acontecer com o resto da equipe.

Abaixo serão descritas duas *startup* que usaram o *bootstrapping* e agora são consideradas casos de sucesso.

4.1 Github

Fundado em 2008, o *Github* (<http://github.com>) é o maior site de repositório de código tanto *open-source* quanto privado. Cada usuário pode

ter quanto projetos *open-source* desejar, e por \$7 por mês tem direito a 5 repositórios privados.

Os fundadores do *Github*, Chris Wanstrath, PJ Hyett e Tom Preston-Werner, começaram o projeto com o objetivo de resolver um problema particular deles. Eles usavam *git* (<http://git-scm.com/>) como o sistema de controle de versão dos seus projetos mas não tinham uma ferramenta fácil que compartilhasse o código com as outras pessoas. Durante um final de semana eles fizeram uma primeira versão do projeto e começaram a divulgar entre seus amigos. Os três desembolsaram dinheiro do próprio bolso para arcar com os custos do servidor e domínio.

Quando eles decidiram que era hora de trabalhar *full-time* no *Github*, em vez de procurarem investimentos, pegaram dinheiro deles mesmos para arcar com os custos de abrir uma empresa.

O maior desafio que eles tiveram foi se manter financeiramente enquanto que o *Github* crescia. Com a opção de evitar pegar investimentos, Tom Preston-Werner trabalhou ao mesmo tempo no *Github* e *full-time* em outro emprego. No início eles recebiam um pequeno salário (pró-labore) e definiam pequenos objetivos financeiros mensais.

Hoje em dia o *Github* tem mais de 3 milhões de usuários e já conta com mais de 5 milhões de repositórios. Em 2012 o *Github* recebeu um *Series A Round* do Andreessen Horowitz no valor de \$100M.

4.2 Carbonmade

Fundado em 2007, o *Carbonmade* (<http://carbonmade.com/>) é uma plataforma onde é possível criar portfolios online sem ser necessário o conhecimento de programação ou html.

O *Carbonmade* começou com a necessidade de um dos fundadores em criar um portfólio *online*, e assim como o *Github*, os fundadores do *Carbonmade*, Spencer Fry, Dave Gorum, e Jason Nelson, não procuraram investimentos e pagaram todos os custos da *startup* do próprio bolso. Os fundadores trabalhavam com consultoria, e assim eles tinham tempo de criar o projeto sem muita pressão e de forma orgânica.

Os fundadores do *Carbonmade* não se preocuparam em gastar dinheiro com propagandas pela internet, e o site começou a ficar conhecido

quando os blogueiros que utilizavam o produto deles começaram a divulgar em seus blogs. Em 2010 o *Carbonmade* ganhou tração e eles puderam se dedicar *full-time* ao projeto.

Hoje em dia o *Carbonmade* conta com quase 650 mil portfolios criados e mais de 9 milhões de imagens hospedadas.

Conclusão

Este trabalho foi criado com o objetivo de detalhar os diversos tipos de investimentos que as *startups* poderão receber, além de mostrar o relacionamento acionário e econômico entre os investidores e os empreendedores.

Começou mostrando a importância e a atuação dos diversos *players* que atuam não só na indústria do investimento mas também no cenário das *startups*.

Mais adiante foram mostrados dois tipos muito comuns de investimentos: *Venture Capital* e *Crowdfunding*. O *Venture Capital* consiste no aporte financeiro provido por firmas de *Venture Capital* ou por investidores individuais. Já o *Crowdfunding* surgiu da dificuldade que algumas *startups* tinham de buscar investimentos e passaram a recorrer às pessoas comuns, onde cada um pode fazer um aporte considerado pequeno mas que no final resulta em uma boa quantia, onde geralmente será usada para provar o conceito da *startup*.

Pra finalizar foi mostrado o conceito de *Bootstrapping* que é o oposto ao mostrado anteriormente, onde as *startups* tentam pegar tração sem a necessidade de capital externo, podendo no futuro receber um *Series A Round* como foi o caso do Github.

O foco deste trabalho é que o empreendedor possa ter uma visão crítica sobre a área de investimentos, sabendo analisar se sua *startup* está no momento ideal pra buscar tais aportes, e também saber como isso alterará a rotina e o foco do negócio.

Referências

[1] RIES, Eric. *The Lean Startup*. Primeira Edição. Nova Iorque: Crown Business, 2011. 321p.

[2] SPINA, Cassio A. *Investidor-Anjo, Guia prático para empreendedores e investidores*. Primeira edição. São Paulo: nversos, 2012. 176p.

[3] WASSERMAN, Noam. *The Founder's Dilemmas*. New Jersey: Princeton University Press, 2012. 480 p.

[4] FELD, Brad; MENDELSON, Jason. *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. New Jersey: Wiley, 2011. 219 p.

[5] ANTE, Spencer. *Creative Capital Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*. Primeira Boston: Harvard Business Press, 2008. 320 p.

[6] _____. What is a startup? Disponível em: <<http://www.startuplessonslearned.com/2010/06/what-is-startup.html>>.

[7] GRAHAM, Paul. How To Be An Angel Investor. Disponível em: <<http://www.paulgraham.com/angelinvesting.html>>.

[8] GRAHAM, Paul. The Venture Capital Squeeze. Disponível em: <<http://paulgraham.com/vcsqueeze.html>>.

[9] GRAHAM, Paul. A New Venture Animal. Disponível em: <<http://paulgraham.com/ycombinator.html>>.

[10] GRAHAM, Paul. How To Present To Investors. Disponível em: <<http://paulgraham.com/investors.html>>.

[11] GRAHAM, Paul. The Hacker's Guide To Investors. Disponível em: <<http://paulgraham.com/investors.html>>.

[12] it, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. SSRN Electronic Journal. SSRN. doi:10.2139/ssrn.1699183

[13] Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? Journal of Business Venturing, 4(4), 231-248. doi:10.1016/0883-9026(89)90014-1

[14] Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2012). Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. SSRN eLibrary. SSRN. doi:10.2139/ssrn.1836873

[15] Cosh, Andy, Douglas Cumming and Alan Hughes. 2009. "Outside Entrepreneurial Capital." Economic Journal 119, 1494-1533.

[16] Kleemann, Frank, G. Gunter Voss and Kerstin Rieder. 2008. "Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing." Science, Technology & Innovation Studies 4:1, 5-26.

[17] Shane, S., & Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*.

[18] Shane, S., & Khurana, R. (2003). Bringing individuals back in: the effects of career experience on new firm founding. *Industrial and Corporate Change*.

[19] MOLLICK, Ethan. The Dynamics of Crowdfunding: Determinants of Success and Failure. 2012. - The Wharton School Of The University Of Pennsylvania, 2012.

[20] BLANK, Gary Steve; DORF, Bob. *The Startup Owner Guide: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*. Primeira Edição. Pescadeiro: K&S Ranch, 2012. 571p.

[21] BLANK, Steve Gary. What's A Startup? First Principles. Disponível em: <<http://www.steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles/>>.

[22] GOMPERS, P.; LERNER J. The venture capital cycle. Cambridge, MA: The MIT Press, 1999. 375 p.

[23] CARVALHO, A.; CALOMIRIS, C.; MATOS, J. Venture capital as human resource management. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005.

[24] JENSEN, M. Corporate control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, New York, v.4, n.2, p.13- 33, Summer 1991.

[25] RELANDER, K.; SYRJÄNEN, A.; MIETTINEN, S. Analysis of the trade-sale as a venture capital exit route. In: BYGRAVE, M.;

[26] GLADSTONE, D. Venture capital handbook. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998. p.215-233.

[27] RUHNKA, J.; FELDMAN, H.; DEAN, T. The “living dead” phenomena in venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, v.7, n.2, p.137-155, Mar. 1992.

[28] RIBEIRO, Leonardo de Lima. *Estratégia de Saída de Capital de Risco*. 2005. - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

[30] CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, Roma, v.27, n.3, p.511-548, Mar. 2003.

[31] SCHWIENBACHER, A. An empirical analysis of venture capital exits in

Europe and in the United States. Berkeley: University of California, 2002.
Disponível em: <<http://207.36.165.114/awardsindex.htm#open>>. Acesso
em: nov. 2004.