

## **CAPITAL DE RISCO: ANÁLISE DA ATRATIVIDADE DE UMA EMPRESA**

Italo Alves Moraes (IC) e José Carlos Thomaz (Orientador)

**Apoio: PIBIC Mackenzie**

### **RESUMO**

Este artigo teve a finalidade de compreender como é identificado o potencial de crescimento de uma empresa pela perspectiva de investidores de capital de risco. Primeiramente, o estudo busca descrever vantagens e desvantagens relativas a esse tipo de financiamento e em sequência identificar se os capitalistas de risco utilizam os fatores relacionados às teorias estratégicas para avaliar um negócio em estágio inicial. Por fim, buscou-se descrever o ciclo do investimento do capital de risco. Para isso, foi realizada a pesquisa qualitativa e exploratória. Foi elaborado uma matriz de amarração a partir do referencial teórico e um questionário semiestruturado. A amostra teórica foi composta por seis gestores de empresas de capital de risco. Assim, foi realizado o tratamento dos dados com base na análise de conteúdo e na categorização. Após a comparação de dados primários e secundários e análises, foi constatado que fatores relacionados ao financiamento, tecnologia, diferenciação do produto ou serviço, risco, experiência, tamanho do mercado, equipe empreendedora, rede de contatos, análise da concorrência e indicadores chave de desempenho são utilizados para avaliar o potencial de crescimento de uma empresa em estágio inicial.

Palavras-chave: Capital de Risco. *Startup*. Crescimento.

### **ABSTRACT**

This article aims to understand how the growth potential of new ventures is identified from the venture capitalists' point of view. The study firstly discusses the advantages and disadvantages of using venture capital finance and then examines whether venture capitalists' valuation of a new venture can be explained by factors identified in the strategy theories. Empirical results from venture capital firm managers support the proposition that venture capitalists do take into consideration strategic factors. Lastly, it describes the venture capital investment cycle. For this purpose, was carried out qualitative and exploratory research. It was developed a literature review matrix and then a written interview guide to use in the semi-structured interview. The interview was based on a sample of six venture capital firms. The analysis of the raw data was based on identifying and condensing meaning units, coding and categorizing. The study's main findings show that factors related to financing, product or service differentiation, technology, risk, experience, market size, entrepreneurial team, network, competitor analyses, and key performance indicators are used to assess the growth potential of new ventures by venture capitalists.

Keywords: Venture Capital. *Startup*. Growth.

## 1. INTRODUÇÃO

Este estudo teve o objetivo de compreender como é identificado o potencial de crescimento de uma empresa pela perspectiva de investidores de capital de risco.

Abor (2016) ressalta que muitos novos negócios surgem ano após ano, mas enfrentam uma miríade de desafios. Alguns prosperam e outros não. Micro, Pequenas e médias Empresas (PME) são consideradas o motor do crescimento econômico do mundo. Questões relacionadas a PMEs são, no entanto, críticas não só para o empreendedor, mas para reguladores, legisladores, acadêmicos e o público em geral. Portanto um bom entendimento das questões relacionadas a PMEs e *startups* irá aumentar a capacidade do empreendedor de permanecer no negócio.

De acordo com dados do banco mundial (2019), o mundo precisa de 600 milhões de novos empregos na próxima década para o desenvolvimento econômico e social em todo o mundo, principalmente nos países em desenvolvimento.

Segundo Badal (2014), uma das estratégias para o crescimento de empregos é a atividade empreendedora, conseqüentemente, os formuladores de políticas prestam atenção considerável ao papel das *startups* no crescimento econômico - mas nem todas as *startups* criam empregos. Nem todas as *startups* sobrevivem, uma proporção muito pequena na verdade cresce rapidamente, contrata muitas pessoas, cria muitos empregos e é sustentável (BADAL, 2014).

Esta pesquisa justifica-se no contexto de um artigo da Harvard Business Review sobre barreiras ao crescimento - consequência de fatores como forças externas, estratégia organizacional e gestão – que relatou que 87% das empresas (parte de um estudo amplo) tinham se deparado em uma ou mais situações na qual a evolução desacelerou dramaticamente, e que, em média, as empresas perdem 74% de sua capitalização de mercado (ELLIS; BROWN, 2017). Portanto, identificar previamente aspectos de avaliação utilizados por investidores de risco, para empresas iniciantes, contribui para desenvolver hipóteses sobre pontos chave que geram atração da empresa perante seus *stakeholders* em estágio inicial.

Essa conjuntura levou à seguinte formulação - como desenvolver um modelo no qual esteja descrito as características que investidores procuram em empresas iniciantes - e a indagar quais passos e decisões a serem tomadas para que esses empreendimentos se tornem atraentes, tanto para a sociedade quanto para a economia, e investidores de capital de risco.

Segundo Gornall e Strebulaev (2019), capital de risco é um motor importante do crescimento econômico e um setor em evolução. De todas as empresas que se tornaram públicas, ou seja, abriram capital nos EUA desde 1970, 43% foram financiadas por empresas

de capital de risco. Empresas como Uber, Airbnb e Pinterest com poucos anos de existência foram avaliadas em dezenas de bilhões de dólares, impulsionadas pelas expectativas dos investidores que essas empresas se tornaram o próximo “Google ou Facebook”. O crescimento dessas empresas gerou o termo “Unicórnio”, que indica uma empresa privada, financiada por capital de risco, com valorização acima de US\$ 1 bilhão. De acordo com dados da CB Insights (2019) – plataforma de inteligência de mercado - Antes tidas como raras, até o início de 2019 haviam mais de 179 unicórnios nos EUA e outras 121 em outros países.

Segundo dados do Venture Pulse (2019), que é um relatório trimestral produzido pela KPMG Enterprise, o Brasil cresceu significativamente em investimento de capital de risco, com um investimento de aproximadamente US\$ 575 milhões em 2017 e US\$ 860 milhões em 2018, o motor desse crescimento foram empresas de tecnologia. Outro marco alcançado pelo Brasil em 2018 foram suas primeiras empresas “unicórnios” como Nubank (*Fintech*), PagSeguro (serviço de pagamentos) e 99 (rede de transporte).

Em virtude do contexto exposto, definiu-se o problema de pesquisa, a saber: Como é identificado o potencial de crescimento de uma empresa pelos investidores de capital de risco? A partir do problema de pesquisa definiu-se, como objetivo geral do estudo, compreender como é identificado o potencial de crescimento de uma empresa pela perspectiva de investidores de capital de risco. Dado o objetivo geral, foram objetivos específicos deste estudo: i. Levantar vantagens e desvantagens de empresas de capital de risco; ii. Identificar fatores que contribuem para o crescimento de uma empresa em estágio inicial; iii. Descrever o processo de acompanhamento de um negócio em seus estágios de crescimento.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

O referencial teórico deste estudo foi constituído por autores que analisam e discutem questões sobre o crescimento das empresas, empresas de capital de risco, avaliação de empresas e financiamento.

### **2.1 Vantagens e desvantagens de empresas de capital de risco**

As principais vantagens identificadas, para o empreendimento em estágio inicial, ao ser financiado por empresas de Capital de risco são: (1) pressão mínima sobre o fluxo de caixa; (2) não há necessidade de garantia (*collateral*); (3) risco compartilhado; (4) acompanhamento do investimento; (5) governança corporativa; (6) credibilidade; (7) crescimento econômico e criação de emprego.

Abor (2016), analisa que ao financiar por meio de capital de risco não há pressão na empresa investida em pagar encargos fixos periódicos, como é no caso do financiamento por

dívidas com os bancos. Para Ferronato (2009), os encargos estratosféricos cobrado pelos bancos influencia negativamente na sobrevivência das empresas em estágio inicial.

Capitalistas de risco não demandam nenhuma forma de garantia da empresa investida. Segundo Meglio, Destri e Capasso (2016), novos negócios são afetados significativamente por imperfeições do mercado e assimetria de informações que surgem como consequência do histórico curto para avaliar o potencial da nova empresa, da dificuldade de prever uma possível evolução das tecnologias, e de mercados que ainda não estão desenvolvidos.

A natureza do investimento fornecido por empresas de capital de risco é capital (*equity*), que segundo Drover et al. (2017), é “trocado” por uma parte de propriedade da empresa e depois vendida no fim do prazo do investimento. Por essa razão e por não ter garantia, a empresa investidora (*venture capital firm*) também assume parte do risco no empreendimento.

O capitalista de risco, de acordo com Drover et al. (2017), auxilia a empresa investida com serviços não financeiros, mentoria na administração, conhecimento acumulado na indústria e com boas oportunidades de redes de contatos. Segundo Peneder (2010), os investidores de capital de risco não somente financiam as empresas, mas também fornecem serviços adicionais de grande valor para os empreendedores que são geralmente competentes em relação a tecnologia, mas inexperientes no âmbito comercial.

Segundo Abor (2016), o envolvimento de um capitalista de risco em um empreendimento pode levar a uma melhor Governança corporativa da empresa de interesse, pois a empresa investida deve se tornar mais transparente em relação a disponibilizar informações. Segundo Abor (2016), o uso de capital de risco proporciona credibilidade ao negócio.

Para Drover et al. (2017), fundos de Capital de risco contribuem para o crescimento econômico, sendo eles investimentos que fomentam empreendimentos de alta tecnologia, e que tais investimentos são motores de inovação e crescimento.

As principais desvantagens, para o empreendimento em estágio inicial, ao ser financiado por empresas de Capital de risco são: (1) ceder participação acionária; (2) ceder controle na tomada de decisões; (3) probabilidade baixa de uma empresa conseguir capital de risco; (4) prestar contas aos novos sócios.

Segundo Drover et al. (2017), o empreendedor terá que ceder participação acionária na empresa para o capitalista de risco e isso resultará na redução das ações do empreendedor no negócio. Segundo a *Pecking order theory* (POT) ou “Teoria de Hierarquização de Fontes de Financiamento” abordada no trabalho de Frank e Goyal (2003), financiamento por capital custa mais do que financiamento por dívida. Portanto, o custo do capital de risco tende a ser mais caro se comparado a dívida em banco.

Peneder (2010), destaca que além de altos retornos esperados pelo investidor, *venture capitalists* requerem também que os empreendedores cedam direitos de controle para os investidores. A empresa deverá ceder controle em termos de tomada de decisão. Para Peneder (2010), esses fatores podem resultar em conflito de interesses, comportamento oportunista e conflito de agência que são dispendiosos para conter.

Obter capital de risco é difícil. Abor (2016), identifica que a empresa tem que submeter um plano de negócios para o capitalista de risco. Somente empresas com grande potencial de crescimento são prováveis a ter acesso a capital de risco.

Segundo Abor (2016), obter fundos de capitalistas de risco requer que o empreendedor seja mais responsável em relação a esse novo sócio. O empreendedor deve fornecer previsões do negócio e outras informações gerenciais, como informações financeiras para o capitalista de risco.

## **2.2 Crescimento e valorização das empresas pela perspectiva de capitalistas de risco**

Neste estudo, os fatores que contribuem para investigar a causa do crescimento de um negócio em estágio inicial são baseados na perspectiva estratégica. A seguir, cada um desses fatores são explorados.

### Diferenciação do produto

Segundo Miloud, Aspelund e Cabrol (2012), para analisar os efeitos da estrutura da indústria na avaliação de empresas (*startups*), um elemento chave é o grau da diferenciação do produto.

Ellis e Brown (2017), abordam a diferenciação do produto no método de *growth hacking*, no qual as empresas devem realizar pesquisa para saber se seu produto é essencial (*must-have survey*). A pesquisa se inicia com a pergunta: O quão desapontado você estaria se esse produto não existisse mais amanhã? A interpretação dos resultados é simples; se 40% ou mais das respostas são “muito desapontado”, então o produto alcançou um “status de imprescindível,” isso significa um sinal positivo para acelerar o processo de crescimento. Em caso contrário formular questões como: qual a alternativa desejada ao produto? Como podemos melhorar o produto? Qual o benefício primário recebido?

Para Giarratana (2004), adaptar produtos baseado nas preferências dos clientes favorece a redução de incertezas e o alcance de maior fatia de mercado.

Segundo Porter (1996), indústrias caracterizadas por baixa diferenciação de produto requerem que novos entrantes lidem com custos de capacidade e estimula a retaliação contra entrantes o que diminui a *performance* do empreendimento.

#### Crescimento da indústria / mercado

De acordo com Wuebker et al. (2015), capitalistas de risco procuram mercados ou indústrias que estão crescendo em um ritmo rápido a fim de maximizar os fluxos de receita e a criação de valor. Para Wuebker et al. (2015), há quatro categorias de informações críticas especificamente relacionadas à dimensão do mercado ou indústria: (1) a existência e/ou perspectiva do mercado; (2) as características do mercado (relacionadas ao tamanho, ambiente competitivo, fragmentação e maturidade); (3) a aceitação dos produtos ou serviços; e (4) regulamentação.

#### Experiência na indústria / mercado

Para Decker e Gruber (2015), em relação a um ambiente em constante mudança e a natureza menos previsível de variáveis chave do negócio, em oportunidades em setores de maior risco a experiência é importante. Fundadores com experiência na indústria irão iniciar suas atividades sabendo que os planos de negócio que eles desenvolvem têm prazo de duração curto e necessitam ser atualizados continuamente.

Para Cassar (2014), experiência em cenários semelhantes permite que empreendedores avaliem melhor e compreendam o ambiente no qual sua nova empresa irá competir. Experiência na indústria pode melhorar o entendimento do efeito de condições macroeconômicas no crescimento e desempenho da indústria.

#### Experiência em *startup*

Segundo Cassar (2014), dada a incerteza fundamental da atividade empreendedora e a criação de novos negócios, especialistas argumentam que empreendedores obtêm conhecimento sobre a criação de negócios ao aprender por meio da experimentação. Um benefício importante de estar envolvido na criação de um novo negócio, bem-sucedido ou não, é a aprendizagem e o conhecimento ganho dessas experiências.

#### Equipe de fundadores

Segundo Bullon, Bueno e Vos – Saz (2015), a completude de uma nova equipe de uma empresa é uma grande preocupação para capitalistas de risco. Duas características da equipe despertam grande preocupação para eles, a saber: a completude e o equilíbrio (heterogeneidade) da equipe. Consistente com a tradição de pesquisa na literatura sobre empreendedorismo, as características da equipe do empreendimento irão parcialmente determinar sua valorização.

#### Rede de contatos

Segundo Hochberg, Ljungqvist e Lu (2007), empresas em estágio inicial se beneficiam das redes de contato do capitalista de risco que investe no negócio. A partir do investimento em uma empresa, capitalistas de risco se apoiam em sua rede de provedores de serviço – *head hunters* (recrutadores), advogados especializados em marcas e patentes, bancos de investimento etc. – para ajudar a empresa a crescer.

Wuebker et al. (2015), enfatizam que a rede de contatos é muito útil quando empresas em crescimento requerem legitimidade, visto que instituições mais estabilizadas (e indivíduos confiáveis) podem oferecer seu apoio para novos empreendimentos. Isso é crucial para superar a assimetria de informação entre o empreendedor e o capitalista de risco.

Bullon, Bueno e Vos – Saz (2015), destacam a importância dos “laços sociais” que envolvem membros da equipe em diversas áreas. Segundo Bullon, Bueno e Vos – Saz (2015), contribuir para a heterogeneidade fornecida dentro da equipe de uma *startup* é importante, pois aumenta a probabilidade da criação de um negócio lucrativo, irá possibilitar que empreendedores ampliem seu conhecimento além do seu círculo e evitar informações redundantes. Além disso a heterogeneidade de recursos pode prover acesso a mais clientes e outros contatos de negócio importantes.

### **2.3 Processo de acompanhamento da empresa investida**

Para McGowan (2018), há quatro rodadas de investimento fundamentais quando se trata de capital de risco, também conhecidas como series: (1) *Seed Funding* (ou capital semente), pode ser levantado por meio de investidor anjo, incubadoras, e empresas de capital de risco que focam no estágio inicial da *startup*; (2) Series A, no qual é esperado que o empreendimento tenha um plano para desenvolver o modelo de negócio; (3) Series B, no qual a *startup* já encontrou o produto e o mercado adequado e necessita de expansão; (4) Series C, nesse estágio as empresas podem estar visando aumentar seu valor antes de optar por fazer um IPO (Oferta pública inicial) ou ser parte de uma aquisição.

Para Schroter (2018), é nesse estágio que fundos de capital privado, bancos de investimento e *Hedge funds* (Fundos multimercado) são as opções mais viáveis de capital. Segundo McGowan (2018), geralmente a Series C é a última rodada que uma empresa levanta, embora em alguns casos empresas continuam com a Series D, Series E, e assim por diante. O foco desse estudo é em capital de risco formal.

Para Meglio, Destri e Capasso (2016), todo o processo de capital de risco é composto por três fases: (1) pré – investimento, (2) pós – investimento, e (3) saída, conforme apresentado na tabela 1.

Tabela 1 – Ciclo do investimento de capital de risco

| Fase              | Pré - investimento | Pós -investimento | Saída           |
|-------------------|--------------------|-------------------|-----------------|
| <b>Atividades</b> | Origem do acordo   | Monitoramento     | Plano de saída  |
|                   | Triagem            | Acrescentar valor | Método de saída |
|                   | Avaliação          |                   |                 |
|                   | Estruturação       |                   |                 |

Fonte: Meglio, Destri e Capasso (2016, p. 2)

A fase de pré – investimento segundo De Clercq et al. (2006), envolve a origem do acordo, triagem, avaliação e estruturação. Na fase de origem do acordo, o empreendedor e o capitalista de risco iniciam o contato e começam as discussões. Isso geralmente ocorre em eventos de *networking*. Se as primeiras impressões forem positivas, o capitalista de risco passa para a triagem do negócio em termos do setor da indústria, estágio de investimento, localização geográfica e quantidade necessária de capital. Nesse estágio, há uma avaliação rápida para decidir se o investimento vale a pena.

Segundo Meglio, Destri e Capasso (2016), se a triagem inicial for positiva, o capitalista de risco se envolve em um processo de *due diligence* (diligência prévia) que envolve diversos métodos de coleta de informação e análise do histórico. No geral, a literatura destaca que capitalistas de risco focam em: (1) equipe gerencial do empreendimento, (2) o mercado, (3) o produto ou o serviço, e o (4) potencial financeiro da empresa como elementos importantes em sua decisão de investimento. Se o plano de negócio for realístico e alcançável pela gerência da nova empresa, então o empreendedor e o capitalista de risco seguem para a estruturação do acordo. Isso leva a estabelecer o preço dos títulos de capital (pré-avaliação do dinheiro) e as regras em relação à alocação de fluxos de caixa e poder de controle. Se completado com sucesso, a estruturação do acordo eventualmente resulta em investimento (PAYNE et al., 2009).

Na fase de pós – investimento, o capitalista de risco está comprometido primeiramente em monitorar o desempenho e acrescentar valor. Monitorar a *performance*, desempenha um papel importante no investimento de capital de risco porque um capitalista de risco é pago pelos investidores para monitorar os investimentos do fundo (*venture capital fund*). Monitorar as atividades representa a ferramenta primária utilizada para reduzir os riscos de agência associados à relação do capitalista de risco com o empreendedor. Monitorar as atividades envolve estabelecer marcos alcançáveis dentro de um prazo de tempo razoável (MEGLIO; DESTRI; CAPASSO, 2016).

Capitalistas de risco tipicamente proveem *feedback* estratégico ao aconselhar o empreendedor e a equipe da alta gerência em uma variedade de decisões chave. Os conselhos podem variar entre obter financiamento de outros investidores tais como



capitalistas de risco, bancos e outros, a fazer planos para uma oferta pública inicial ou aquisição, ou desenvolver processos gerenciais (LERNER, 1995).

Segundo Meglio, Destri e Capasso (2016), o ciclo de investimento termina com a fase de saída, que permite ao capitalista de risco converter posições não líquidas de capital em uma empresa privada, em dinheiro ou ações negociadas publicamente. O capitalista de risco pode sair da empresa também ao vender suas posições para outro investidor (embora os fundadores não vendam suas ações) no mercado secundário de capital de risco. A substituição do investidor financeiro poderia ser tanto uma consequência do crescimento bem-sucedido da empresa investida, a busca de um sócio com capacidades diferentes e mais recursos financeiros, ou a necessidade do fundo de capital de risco, cujo veículo de investimento está completando seu ciclo de vida e deve desinvestir o portfólio de sua empresa. Isso geralmente acontece de três a sete anos depois do investimento do capitalista de risco (CUMMING, 2008).

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Essa pesquisa é exploratória qualitativa que explora dados primários (entrevistas com gestores) e secundários (artigos, publicações em revistas técnicas e publicação das empresas).

#### **3.1 Abordagem de Pesquisa**

Segundo Merriam (2002), a pesquisa qualitativa é empregada quando o objetivo é compreender experiências das pessoas sobre o mundo, procurando entender fenômenos, processos e as perspectivas dos indivíduos envolvidos.

Visando alcançar os objetivos propostos neste estudo foi utilizada a abordagem de tipo qualitativa básica, pois pretende-se entender como é identificado o potencial de crescimento de uma empresa pela perspectiva de investidores de capital de risco.

#### **3.2 Levantamento de dados**

O levantamento dos dados necessários para responder o problema de pesquisa deste estudo foi feito a partir de entrevistas previamente semiestruturadas e consultas a publicações. As entrevistas foram guiadas por um roteiro de entrevista semiestruturado (Quadro 1), preparado a partir do referencial teórico migrado para uma matriz de amarração. A literatura foi pesquisada em artigos, livros e dispositivos de busca eletrônica.

Quadro 1 – Roteiro de entrevista

| Itens   | Amostragem teórica                     |
|---|--|
| Quais as principais vantagens para empresas financiadas por Capital de risco?   | Gestores de fundos de capital de risco |
| Quais as principais desvantagens para empresas financiadas por Capital de risco?  |  |
| A diferenciação do produto / serviço contribui para a valorização da empresa?   |  |
| A experiência na indústria, gerencial, alta gerência e em startup contribui para a valorização da empresa?                  |  |
| Há uma quantidade ideal de fundadores?  |  |
| Uma equipe gerencial completa contribui para a valorização da empresa?  |  |
| As redes de contato contribuem para o crescimento da empresa investida?   |  |
| Aonde a empresa de capital de risco escolhe as empresas promissoras?  |  |
| Quais as principais atividades desenvolvidas pelo capitalista de risco para monitorar o desempenho das empresas investidas? |  |
| Quais os métodos de saída do investimento?<br>E quantos anos em média dura o investimento?                                  |  |

Fonte: Elaborado pelo autor

Foi escolhida a entrevista semiestruturada pois através dela pode-se ter maleabilidade para coletar informações. Trata-se de uma prática de pesquisa aberta, ou seja, uma interação direta e flexível, que proporciona grande obtenção de informações, permite interação com o entrevistado, de forma que é possível a espontaneidade da conversa para que haja maior clareza no entendimento dos relatos (GODOY, 2006).

O contato com os participantes foi feito via mensagem eletrônica. As perguntas do roteiro de entrevista foram respondidas por telefone e por e-mail. Foram contatadas 20 empresas de capital de risco, dessas, 6 participaram. Os entrevistados foram questionados se o nome da empresa poderia ser utilizado e se a ligação poderia ser gravada. As 3 entrevistas realizadas por telefone tiveram a duração média de 50 minutos e para as 3 empresas que responderam às perguntas do roteiro de entrevista por e-mail, foram feitas perguntas subsequentes. Dessa forma buscou-se conhecer sobre a atratividade de empresas em estágio inicial a partir do ponto de vista dos profissionais descritos no quadro 2.

Quadro 2 – Quadro de dados dos gestores participantes da pesquisa

| Gestores | Empresa             | Cargo                  |
|----------|---------------------|------------------------|
| G1       | A5 Capital Partners | Sócio                  |
| G2       | 500 Startups        | Diretora de Operações  |
| G3       | SP Ventures         | Analista               |
| G4       | Redpoint Eventures  | Diretor de Operações   |
| G5       | Vox Capital         | Diretora de prospecção |
| G6       | e.Bricks Ventures   | Analista Sênior        |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4. RESULTADO E DISCUSSÃO

Chizzotti (2006, p.98), citado por Mozzato e Grzybovski (2011), afirma que a análise é a ação de compreensão de forma crítica do sentido das comunicações, ou seja, uma interpretação do seu conteúdo, de forma que se compreenda o que está oculto e explícito.

A análise de dados foi efetuada aplicando-se a técnica da análise de conteúdo (BARDIN, 2011), apropriada a estudos qualitativos. Bardin (2011), a descreve como uma técnica metodológica que se consegue aplicar em diversos discursos e a todas as formas de comunicação, a autora indica que a utilização da análise de conteúdo consiste em três fases fundamentais, são elas: Pré – análise; exploração do material e tratamento; a interferência e a interpretação.

Como parte da pré-análise, a parte da entrevista realizada por telefone foi integralmente gravada e transcrita. As perguntas respondidas por e-mail pelos gestores foram verificadas e houve perguntas subsequentes caso algum assunto não fosse esclarecido.

Em segundo lugar, Bardin (2011) - relata que a segunda fase ou conhecida como fase de exploração é o momento pelo qual o responsável pelo trabalho irá adotar os procedimentos de codificação do conteúdo, ou seja, a compreensão e registro do assunto estudado, classificação que se baseia no estudo da linguagem que vai ser usada e como adotar e encaixar as mesmas no trabalho e, por último, a categorização que permite a reunião efetiva do maior número possível de informação por meio de uma elaboração esquematizada de procedimentos correlacionando às classes de acontecimentos, ordenando-as.

Tratando-se de codificação, Gibbs (2009), diz que a codificação é a identificação de passagens do texto referentes a um tema em específico, que exemplifiquem uma mesma ideia, para que se tenha uma representação mais clara do conteúdo abordado.

Seguindo as etapas da análise categorial abordada por Bardin (2011) e por Gibbs (2009), a partir da transcrição da entrevista e da análise das respostas, foi realizada uma codificação destacando referências a temas semelhantes, baseando-se naquilo que foi abordado a priori no referencial teórico, ou seja, categorias que guiaram a construção do roteiro da entrevista, como fatores que contribuem para o crescimento de uma empresa em estágio inicial, o processo de acompanhamento do investimento e as vantagens e desvantagens de capital de risco.

Por último é a fase reconhecida como terceira fase ou tratamento dos resultados, em que após a coleta e organização dos dados o pesquisador passa a adotar valores significativos e válidos à pesquisa, indo além do conteúdo manifesto dos documentos, é nesse momento que o pesquisador irá atrair a atenção por meio da comunicação e comprovar os efeitos que a pesquisa abordada impacta no cenário social, além de se apoiar em direcionar

o conteúdo a uma boa interpretação dando sentido à referência geral, estabelecendo uma imagem significativa (BARDIN, 2011).

A interferência e a interpretação, segundo Bardin (2011), é abordada no tópico a seguir.

#### **4.1 Apresentação e análise dos dados**

Após o tratamento dos dados, realizou-se a análise dos resultados obtidos durante a pesquisa.

##### **4.1.1 Vantagens e desvantagens de capital de risco**

Uma vantagem do capital de risco que é citada por todos da amostra teórica é: acompanhamento do investimento (DROVER et al., 2017).

Segundo Drover et al. (2017), o acompanhamento das empresas investidas gera valor para os negócios e ocorre por meio de serviços não-financeiros:

Nesse contexto G1 destaca: “um fundo consegue trazer o chamado Smart Money. Ou seja, ele consegue agregar valor para a empresa além do capital investido. Isso pode vir de diversas formas, como Mentoring, Know How, Rede de contatos e etc”.

Para Peneder (2010), os capitalistas de risco frequentemente auxiliam empresas de seu portfólio em relação a administração financeira, ou ajudam a estabelecer contatos com clientes chave, fornecedores, e outros investidores. Esses fatores podem ser identificados na fala de G6:

[...] são 3 pontos principais que as empresas se beneficiam: 1°. Experiência de gestores que já investiram em várias companhias, aqui na e.bricks ventures nós já investimos e participamos do conselho de mais de 25 empresas. 2°. Networking, acesso a experts de mercados, a investidores e especialistas de cada mercado, principalmente no Brasil isso é muito importante. 3°. O capital e a experiência para recrutar profissionais para essas empresas [...].

Uma desvantagem do capital de risco citada por todos da amostra teórica é: ceder participação acionária (DROVER et al., 2017).

Segundo Abor (2016), o empreendedor tem que ceder participação acionária para o capitalista de risco e isso representa a diluição da participação do empreendedor na empresa. Nesse quesito G1 destaca: “em primeiro lugar, o empreendedor abre mão de equity e se dilui, como o fundo precisa voltar o dinheiro para os investidores, isso coloca uma pressão sobre a empresa em crescer rápido e buscar uma saída”. De acordo com G2: “dentre as principais desvantagens estão a diluição do fundador e tempo despendido na captação de um round”.

De acordo com Peneder (2010), ceder participação acionária e direitos de controle para os investidores pode resultar em conflito de interesses, comportamento oportunista e

conflito de agência que são dispendiosos para conter, em relação a isso G3 destaca “apesar de a empresa de capital de risco ter tanto interesse no sucesso da startup quanto o empreendedor, muitas vezes alguns conflitos de visão estratégica e personalidade acontecem”.

Segundo Drover et al. (2017), a natureza do investimento fornecido por empresas de capital de risco é capital (*equity*), que é trocado por uma parte de propriedade na empresa, e depois vendida no fim do prazo do investimento, em relação a isso a fala de G5 e G6 esclarece esse ponto da seguinte forma:

[...] Tem que saber o momento que a empresa está. Ela tem que abrir mão de participação societária, de 15% a 30% de participação societária. A empresa deve estar alinhada com os investidores. O capitalista de risco investe para ficar no conselho durante alguns anos, em média 5 anos, é importante o empreendedor entender que é um casamento [...].

G6 relata que: “[...] não é bem uma desvantagem, a empresa passa a ter um sócio, então o capitalista de risco adquire uma participação societária de 10% a 30% [...]”.

#### **4.1.2 Fatores que contribuem para o crescimento de uma empresa em estágio inicial**

O fator de maior destaque citado nas entrevistas, que contribui para o crescimento de uma *startup*, foi o tamanho do mercado que a empresa pretende atuar. De acordo com Wuebker et al. (2015), capitalistas de risco procuram mercados ou indústrias que estão crescendo em um ritmo rápido a fim de maximizar os fluxos de receita e a criação de valor.

De acordo com Ellis e Brown (2017), criar um produto para atender um grande mercado e adequado para o público alvo, pode parecer extremamente óbvio, mas na realidade isso pode exigir muita paciência, porque a pressão para que a empresa cresça é intensa. Para *startups*, isso é frequentemente devido a demandas, pelo fato de ter sido financiada por capital de risco ou por outro lado porque a empresa precisa provar-se para investidores para poder levantar capital, ou gerar receita para “manter as luzes acesas”.

Outro fator importante citado nas entrevistas foram as projeções financeiras. Segundo Abor (2016), os capitalistas de risco também estarão interessados na projeção financeira que a gerência da empresa faz. Quais são as projeções de receitas, lucros e fluxos de caixa? As suposições que são base para essa informação financeira prospectiva são sensatas? O negócio considerou todos os itens principais (sejam eles receitas ou despesas) e a incerteza foi incorporada na análise?

Esses fatores apresentados na literatura pesquisada para esse estudo, podem ser observados na resposta de G1:

[...] cada VC estabelece uma tese de investimento e critérios que são mais importantes para ela, um VC de early stage, por exemplo, vai dar bastante importância para capacidade de execução da equipe, um VC que investe em late stage provavelmente dará bastante peso ao histórico de receita e crescimento da empresa. Questões importantes para qualquer estágio são: o mercado em potencial, o diferencial em relação à concorrência, a previsão de crescimento a partir do uso do investimento [...].

Outros fatores identificados nas respostas dos entrevistados foi também a análise do produto, tratado na literatura como grau de diferenciação do produto de uma indústria (MILOUD; ASPELUND; CABROL, 2012). A equipe e o histórico dos fundadores, tratados na literatura como experiência relevante do fundador na indústria (DECKER; GRUBER, 2015); a experiência do fundador na alta gerência (MILOUD; ASPELUND; CABROL, 2012) e experiência do fundador em *startup* (CASSAR, 2014).

Nesse contexto, ou seja, considerando esses fatores e a inovação do negócio a resposta de G2 pode ser compreendida:

[...] o fator mais importante é time. A qualidade profissional dos empreendedores, o seu conhecimento sobre aquele mercado, estabilidade emocional, capacidade de montar bons times embaixo dele etc. Ademais, o tamanho do mercado que ele quer atacar, a competitividade desse mercado e a análise do produto em si [...] aqui na A5, gostamos de investir em inovação, ou seja, produtos que tragam algum diferencial tecnológico que crie tanto vantagens competitivas como barreiras de entrada para concorrentes. A existência clara de potenciais compradores da empresa, que possibilitem uma saída do investimento também é um critério considerado na avaliação [...].

G3 também enfatiza o tamanho do mercado:

[...] equipe, histórico dos empreendedores, tamanho do mercado [que é analisado através de eventos, estudos]. Os critérios são analisados em conjunto, não adianta o produto / serviço ter um mercado enorme e uma equipe ruim. O tamanho do mercado é muito importante, por exemplo, algo que tem um número limitado de beneficiários ou algo que poderá beneficiar muitas pessoas [...].

G4 destaca quatro critérios (time, tecnologia, mercado e aspectos financeiros):

[...] são quatro critérios principais. Time: quem são os sócios? Qual o currículo deles? De onde se conhecem? Quais trabalham no dia a dia da empresa? Qual o alinhamento de visão e expectativas entre eles? [...] tecnologia: quais os diferenciais tecnológicos que a empresa possui? Qual a dificuldade em se replicar esses diferenciais? Existem patentes ou estão em processo de homologação? Qual a competitividade econômica dessa nova tecnologia em relação as tecnologias já existentes no mercado? [...] mercado: qual o número de players no mercado? Qual o tamanho potencial do mercado para a solução da startup? [...] aspectos financeiros: a startup já recebeu investimentos anteriores? Como está a saúde financeira atual da startup (DRE)? Endividamento? Quais são as projeções financeiras da startup? [...].

Outro fator importante destacado por alguns gestores como imprescindível para o crescimento de uma *startup* é a análise da concorrência. A literatura destaca que a experiência

dos fundadores é essencial para lidar com a concorrência. Decker e Gruber (2015) destacam que devido à competição hostil, fundadores explorando oportunidades de maior risco terão mais dificuldade em manter a vantagem competitiva. Para se manter competitivo e explorar o potencial de crescimento das oportunidades, fundadores terão de saber o que as ações dos concorrentes representam e saber reagir sob tais circunstâncias.

Para Kotler e Keller (2012), a construção de marcas fortes exige um aguçado conhecimento da concorrência. Michael Porter (1996), identificou cinco forças que determinam a atividade intrínseca, no longo prazo, de um mercado ou segmento de mercado: concorrentes do setor, novos concorrentes potenciais, substitutos, compradores e fornecedores.

Para Kotler e Keller (2012), pode parecer simples para uma empresa a tarefa de identificar seus concorrentes. Mas, na verdade, a faixa de concorrentes reais e potenciais de uma empresa é bem mais ampla. Uma empresa está mais propensa a ser atingida por novos concorrentes ou novas tecnologias do que por concorrentes já existentes. Nesse contexto G5 diz:

[...] a diferenciação [do produto / serviço] é importante sim, mas não o mais importante, há uma análise da concorrência e como o produto está posicionado em relação a concorrência, é avaliado a vantagem competitiva [do produto / serviço], o business model. Tudo isso é analisado na hora de investir em startups [...].

Outro fator de grande importância destacado na literatura foram as redes de contato. Segundo Hochberg, Ljungqvist e Lu (2007), empresas em estágio inicial se beneficiam das redes de contato do capitalista de risco que investe no negócio. Ao serem questionados em relação a esse aspecto os gestores entrevistados destacaram que as maiores vantagens que as redes de contato dos capitalistas de risco representam são: trazer novos investimentos para a *startup* por meio de co-investidores, novos clientes (por exemplo, estabelecer contato para venda de um *software* de alto custo para uma grande corporação), novos fornecedores para melhor gestão da cadeia de suprimentos e auxiliar em uma eventual *exit strategy*, ou seja, venda ou fusão da empresa.

Resumindo, os fatores que mais contribuem para o crescimento de uma empresa em estágio inicial, na opinião dos gestores entrevistados, é o tamanho do mercado, a equipe de empreendedores e a análise da concorrência.

Além do tamanho do mercado G5 também relata que é importante desenvolver um produto ou serviço adequado aos clientes. Para corroborar esse aspecto, Ellis e Brown (2017), destacam que para isso é necessário pesquisas e se menos de 25% do público alvo não acha que o produto / serviço que a empresa oferece é essencial, é provável que está sendo oferecido para o público errado, ou o próprio produto ou serviço necessita de desenvolvimento substancial antes de implementar estratégias de expansão.

#### 4.1.3 Processo de acompanhamento de um negócio em seus estágios de crescimento

O ciclo do investimento do capitalista de risco, segundo Meglio, Destri e Capasso (2016), é composto pelas fases de pré – investimento, pós investimento e saída.

Em relação a fase de pré – investimento, Meglio, Destri e Capasso (2016), destacam que o primeiro passo é a origem do acordo. Ao serem perguntados aonde selecionam empresas promissoras para investir os capitalistas de risco (entrevistados) afirmaram que é através de contatos, de forma passiva (site), eventos ou aceleradoras e incubadoras.

G3 destaca que “no caso da SP Ventures (Venture equity) as empresas que participam de aceleradoras (ACE, entre outras) ou incubadoras (Pulse Hub, Esalq Tec, entre outras), empresas que se destacam em competições e eventos do mercado”.

A fase de pós – investimento, segundo Meglio, Destri e Capasso (2016), é o monitoramento e atividades para agregar valor para as empresas investidas.

Para os gestores entrevistados, nessa fase ocorre o acompanhamento dos principais *KPIs* (Indicadores – chave de desempenho) e a participação no conselho de administração da empresa.

Para G1, o acompanhamento semanal ou mensal é feito ao: analisar os principais *KPIs* (Indicadores – chave de desempenho) da empresa, como *GMV* (*Gross Merchandise Volume* ou Volume Bruto de mercadoria), *TPV* (*Total Payment Volume* ou Volume Total de Pagamento), receita, faturamento por loja, faturamento por m<sup>2</sup>, receita recorrente (modelo de assinaturas), taxa Churn (informa o número de clientes que a empresa perdeu em um determinado período), acessos no site, margem operacional, *NPS* (*Net Promoter Score* ou mensuração do grau de lealdade dos consumidores), receita por categoria de produto entre outros; há a participação no conselho de administração da empresa; *Calls* regulares com os fundadores e visitas aos escritórios.

De acordo com G2 o acompanhamento depende do estágio do investimento e que em uma fase mais avançada, ocorre a participação do capitalista de risco no conselho da empresa e o compartilhamento de informações relativas ao negócio:

[...] essa também é uma questão que depende do posicionamento do VC, se ele quer estar mais presente pode estabelecer contato mensal com a investida, se é um fundo mais low touch vai acompanhar trimestralmente, essa questão também depende do estágio que o fundo costuma investir, em early stage o acompanhamento não necessariamente é tão formal, em late stage geralmente o VC ocupa um cargo no conselho, há reunião formal de acionistas, com regras de governanças e divulgação de resultados aos investidores [...].

G3 destaca que o acompanhamento é feito por meio da participação no conselho administrativo, compartilhamento de informações e dados financeiros e acompanhamento dos *KPIs* (Indicadores – chave de desempenho) mais adequados aos respectivos modelos de negócio.



De acordo com G4, o acompanhamento é feito por meio de participação do conselho, acompanhamento semanal dos *KPIs* (Indicadores – chave de desempenho), como receitas, despesas, número de funcionários, pipeline (etapas do ciclo de venda até o estágio de decisão de compra) entre outros.

Para G6, o acompanhamento é feito por meio de reuniões mensais do conselho administrativo e acompanhamento de *KPIs* (Indicadores – chave de desempenho) como receita, margens, gasto entre outros.

Em relação a fase de saída do investimento os entrevistados destacaram que: a venda para investidores maiores, fusão e a recompra da participação pelos empreendedores são os métodos de saída mais comuns no Brasil. O método de saída por meio de *IPO* (*Initial public offering*) é a forma mais rara de saída do investimento pelo capitalista de risco no Brasil. Em média a duração do investimento é entre 5 e 10 anos, podendo também ter um prazo menor dependendo do desempenho da empresa investida e da rodada de investimento.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Avaliação de empresas é tradicionalmente um tópico de finanças. Diferente dos métodos financeiros de avaliação, este estudo teve o objetivo de compreender como é identificado o potencial de crescimento de uma empresa pela perspectiva de investidores de capital de risco. Foi pesquisado se os capitalistas de risco utilizam os fatores relacionados às teorias estratégicas para avaliar um negócio em estágio inicial. As entrevistas realizadas, sustentam o argumento que as teorias de administração estratégica também são úteis para avaliar o potencial de crescimento de um empreendimento em estágio inicial.

A partir da análise das vantagens do financiamento por capital de risco pode-se perceber que são fatores que podem contribuir para o crescimento do negócio: (1) a escolha do financiamento adequado ao estágio do empreendimento; (2) conseguir provar o potencial da empresa e possível evolução das tecnologias para os investidores; (3) compartilhar o risco do empreendimento com um parceiro estratégico ou sócio; (4) contratar ou contar com especialistas experientes no âmbito comercial e (5) o cumprimento de normas legais e regulamentares estabelecidas ao negócio.

A partir da análise das desvantagens do financiamento por capital de risco pode – se perceber que são fatores que podem representar barreiras ao crescimento do negócio: (1) o custo alto do capital ou financiamento; (2) sócios com visões divergentes da do fundador; (3) a dificuldade em obter financiamento no estágio inicial e (4) a falta de procedimentos organizados efetivamente para controladoria e controle de todas as atividades operacionais.

Ao analisar fatores que contribuem para identificar o potencial de crescimento de uma empresa em estágio inicial, por meio de uma perspectiva estratégica, vale destacar: o grau

da diferenciação do produto; a visão de adaptar os produtos / serviços baseados nas preferências dos clientes (ou seja, um produto ou serviço com grande aceitação no mercado); o crescimento da indústria / mercado, a exploração de novos mercados e o diferencial em relação concorrência; a experiência na indústria / mercado, ou seja, a compreensão por parte dos empreendedores, do ambiente competitivo e de questões econômicas que podem afetar o desempenho do negócio; experiência em *startup* ou a noção básica dos empreendedores sobre como criar um negócio; a equipe de fundadores, a completude da equipe e a capacidade de execução da equipe é fundamental; rede de contatos, que são imprescindíveis para atrair novos investidores e parcerias estratégicas.

A análise do processo de acompanhamento do investimento em uma *startup* permitiu perceber que também são fatores analisados pelos capitalistas de risco: a análise do setor da indústria, dos investimentos da empresa, localização geográfica, acompanhamento dos *KPIs* (indicadores de performance), e a capacidade da empresa em alcançar objetivos e metas. Análises financeiras, como projeções, receita, lucros, fluxos de caixa, despesas, investimentos e endividamento são importantes na avaliação.

Em síntese, os capitalistas de risco dão maior ênfase ao tamanho do mercado, equipe empreendedora e análise da concorrência ao avaliar o potencial de crescimento de uma empresa em estágio inicial.

Adicionalmente, há limitações a este trabalho. As entrevistas foram conduzidas por telefone e as perguntas também foram respondidas por e-mail, por indisponibilidade de tempo por parte dos entrevistados. Acredita-se que a possibilidade de mais entrevistas, de preferência presencial, permitiria uma compreensão ainda maior do assunto. Além disso, as maiores empresas de capital de risco são internacionais, sobretudo atuam nos EUA e não no Brasil.

Em função do tipo de pesquisa utilizado, observou-se que as conclusões não podem ser generalizadas a todas as empresas em estágio inicial, pois essa é a perspectiva dos capitalistas de risco entrevistados. Entretanto, acredita-se que os *insights* descritos no estudo possam servir para identificar o potencial de crescimento de *startups* ou empresas iniciais. Também é sugerido que sejam realizadas pesquisas de caráter quantitativo sobre o assunto.

## REFERÊNCIAS

ABOR, Joshua Yindenaba. **Entrepreneurial finance for MSMEs: A managerial approach for developing markets**. Springer, 2016.

BARDIN, Laurence. Análise de conteúdo 4ªed. **Lisboa: Edições**, v. 70, p. 1977, 2011.

CASSAR, Gavin. Industry and startup experience on entrepreneur forecast performance in new firms. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 1, p. 137-151, 2014.

CUMMING, Douglas. Contracts and exits in venture capital finance. **The Review of Financial Studies**, v. 21, n. 5, p. 1947-1982, 2008.

DENCKER, John C.; GRUBER, Marc. The effects of opportunities and founder experience on new firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 7, p. 1035-1052, 2015.

DE CLERCQ, Dirk et al. An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. **Academy of Management Perspectives**, v. 20, n. 3, p. 90-112, 2006.

DROVER, Will et al. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. **Journal of Management**, v. 43, n. 6, p. 1820-1853, 2017.

ELLIS, Sean; BROWN, Morgan. **Hacking Growth: How Today's Fastest-growing Companies Drive Breakout Success**. Currency, 2017.

FERRONATO, Aírto João. **A micro e pequena empresa: desafios, sobrevivência e prosperidade: uma busca de soluções integradas**. 2009. Tese de Doutorado.

FRANK, Murray Z.; GOYAL, Vidhan K. Capital structure decisions. In: **AFA 2004 San Diego Meetings**. 2003.

GIARRATANA, Marco S. The birth of a new industry: entry by start-ups and the drivers of firm growth: the case of encryption software. **Research Policy**, v. 33, n. 5, p. 787-806, 2004.

GIBBS, G. Análise de dados qualitativos. **Porto Alegre: Artmed**, 2009.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Rev. adm., empres., São Paulo**, v. 35, n. 2, p. 57-63, 1995.

GORNALL, Will; STREBULAEV, Ilya A. Squaring venture capital valuations with reality. **Journal of Financial Economics**, 2019.

HOCHBERG, Yael V.; LJUNGQVIST, Alexander; LU, Yang. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 251-301, 2007.

Jobs and Development. **The World Bank**, Washington, Abril 2019. Tópico Understanding Poverty. Disponível em: <<https://www.worldbank.org/en/topic/jobsanddevelopment/overview#1>>. Acesso em: 14 mai. 2019.

KOTLER, Philip; KELLER, Kevin Lane. Administração de Marketing. Tradução de Sônia Midori Yamamoto. 2012.

LAVENDER, Jonathan; HUGHES, Brian; SPEIER, Arik. Global analysis of venture funding. **Venture Pulse Q4 2018**, 15 jan. 2019. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/01/kpmg-venture-pulse-q4-2018.pdf>> Acesso em: 12 jun. 2019.

MCGOWAN, Emma. Series A, B, C, D, and E Funding: How It Works. **Startups.co**, 3 mai. 2018. Seção Expert advice. Disponível em: <<https://www.startups.com/library/expert-advice/series-funding-a-b-c-d-e>>. Acesso em: 28 mai. 2019.

MEGLIO, Olimpia; DESTRI, Arabella Mocchiari Li; CAPASSO, Arturo. Fostering dynamic growth in new ventures through venture capital: Conceptualizing venture capital capabilities. **Long Range Planning**, v. 50, n. 4, p. 518-530, 2017.

MERRIAM, S.B. *Pesquisa qualitativa na prática*. Jossey-Bass, 2002.

MILOUD, Tarek; ASPELUND, Arild; CABROL, Mathieu. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. **Venture Capital**, v. 14, n. 2-3, p. 151-174, 2012.

MOZZATO, Anelise Rebelato; GRZYBOVSKI, Denize. Análise de conteúdo como técnica de análise de dados qualitativos no campo da administração: potencial e desafios. **RAC-Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 731-747, 2011.

MUÑOZ-BULLON, Fernando; SANCHEZ-BUENO, Maria J.; VOS-SAZ, Antonio. Startup team contributions and new firm creation: the role of founding team experience. **Entrepreneurship & Regional Development**, v. 27, n. 1-2, p. 80-105, 2015.

OLSON, Matthew; VERRY, Seth. When Growth Stalls. **Harvard Business Review**, Washington, mar. 2008. Tópico Crises Management. Disponível em: <<https://hbr.org/2008/03/when-growth-stalls>>. Acesso em: 10 abr. 2018.

PAYNE, G. Tyge et al. The deal structuring stage of the venture capitalist decision-making process: Exploring confidence and control. **Journal of Small Business Management**, v. 47, n. 2, p. 154-179, 2009.

PENEDER, Michael. The impact of venture capital on innovation behaviour and firm growth. **Venture Capital**, v. 12, n. 2, p. 83-107, 2010.

PORTER, Michael E. Competitive advantage, agglomeration economies, and regional policy. **International regional science review**, v. 19, n. 1-2, p. 85-90, 1996.

The Global Unicorn Club. **CB Insights**, jan. 2019. Disponível em: <<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>>. Acesso em: 12 jun. 2019.

WUEBKER, Robert; HAMPL, Nina; WUESTENHAGEN, Rolf. The strength of strong ties in an emerging industry: Experimental evidence of the effects of status hierarchies and personal ties in venture capitalist decision making. **Strategic Entrepreneurship Journal**, v. 9, n. 2, p. 167-187, 2015.

**Contatos:** italo.alves.moraes@hotmail.com e josecthomaz@gmail.com