

PAULA DANIELA CARNEIRO

**Alinhamento entre investidores e fundadores: análise da ineficiência do processo de
negociação de investimento**

São Paulo
2024

PAULA DANIELA CARNEIRO

**Alinhamento entre investidores e fundadores: análise da ineficiência do processo de
negociação de investimento**

Trabalho apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo, para a obtenção do
Diploma de Engenharia de Produção.

Orientadora: Profa. Dra. Ana Paula Franco Paes
Leme Barbosa

Coorientador: Prof. Dr. Artur Tavares Vilas
Boas Ribeiro

São Paulo

2024

*“Slow down, you're doing fine
You can't be everything you wanna be before your time
[...]
When will you realize
Vienna waits for you?”
(Joel, 1977)*

AGRADECIMENTO

Agradeço à Deus, à minha família, amigos e professores, que nos últimos anos me proporcionaram e acompanharam uma das jornadas mais complexas, que não imaginei um dia experimentar, a minha formação dentro da Escola Politécnica. Tal formação foi muito além do acadêmico e profissional, pois foi intrinsecamente pessoal. As experiências que tive, hoje vivem em mim, na minha força de vontade, nas minhas amizades, na minha autocrítica e no meu esforço contínuo de não esquecer o que aprendi entre os corredores do biênio. Mais que o raciocínio lógico de “Algelin” ou a interpretação e criatividade matemática de “Termo”, a Poli me colocou de frente a um espelho todos os dias, a fim de me mostrar que mesmo quando eu não acreditava ser capaz, o esforço e a dedicação falaram mais alto e até hoje eles são os meus maiores alinhados. Por isso agradeço muito,

A meus pais, que viveram todos meus sonhos, vibraram por cada conquista e oraram por cada prova.

A meu irmão, também politécnico, que me estimulou a cada desafio.

A Escola Politécnica da USP, um lugar que foi sinônimo de casa por tanto tempo só tenho a agradecer por me acolher, ensinar e proporcionar os meus melhores anos.

E em especial, agradeço imensamente aos meus orientadores, que me ampararam, direcionaram e guiaram até o último momento de graduação.

RESUMO

Este estudo investigou as ineficiências no processo de negociação pré-investimento do fundo VC-X, analisando detalhadamente as etapas de “*Triagem*”, “*Avaliação*” e “*Estruturação*”. Essas etapas, que compõem o ciclo de pré-investimento, foram avaliadas para entender os gargalos que têm prolongado o tempo médio de negociação em até 70%. A etapa de “*Estruturação*” foi identificada como a mais crítica e, por isso, recebeu maior ênfase na análise. Os problemas detectados nessa fase revelaram impactos significativos na relação entre fundadores e investidores, com efeitos diretos sobre a eficiência do processo e a satisfação de ambas as partes. Os problemas incluem renegociação de termos contratuais e falta de alinhamento entre partes. Além disso, a falta de coordenação entre múltiplos fundos em rodadas maiores foi apontada como um dos principais entraves. Assim, foi identificado que as ineficiências são derivadas da ausência de alinhamento inicial, do baixo preparo técnico dos fundadores e da falta de padronização nos processos internos dos fundos. As soluções idealizadas foram faseadas para propor uma implantação mais eficiente, dividido em curto, médio e longo prazo. Em curto prazo, iniciativas como materiais explicativos e treinamentos educativos já demonstraram impacto positivo, reduzindo o tempo médio de negociação em até duas semanas nos casos piloto. Em médio prazo, as ações incluem o redesenho dos processos internos do fundo e a introdução de ferramentas mais robustas de gestão de performance. Em longo prazo, o estudo recomenda a criação de padrões de mercado para rodadas maiores, com múltiplos fundos participantes, de modo a promover maior previsibilidade e eficiência. Os impactos das soluções implementadas até o momento são notáveis, incluindo maior clareza e alinhamento estratégico entre fundadores e investidores. Além disso, a redução do tempo de negociação fortalece a relação entre as partes, promovendo um ecossistema de *startups* mais ágil e eficiente. Apesar dessas conquistas, o estudo reconhece limitações, como a necessidade de ampliar a representatividade da amostra e de considerar fatores externos, como condições de mercado, que também influenciam os resultados.

Palavras-chave: “*Estruturação*”. Gargalos. Processos. Ineficiência. Negociação.

ABSTRACT

This study investigated the inefficiencies in the VC-X fund's pre-investment negotiation process, analyzing the “*Screening*”, “*Evaluating*” and “*Structuring*” stages in detail. These stages, which make up the pre-investment cycle, were evaluated to understand the bottlenecks that have prolonged the average negotiation time by up to 70%. The “*Structuring*” stage was identified as the most critical and therefore received greater emphasis in the analysis. The problems detected in this phase revealed significant impacts on the relationship between founders and investors, with direct effects on the efficiency of the process and the satisfaction of both parties. Problems include renegotiation of contractual terms and lack of alignment between parties. In addition, the lack of coordination between multiple funds in larger rounds was pointed out as one of the main obstacles. Thus, it was identified that the inefficiencies stem from the lack of initial alignment, the low technical preparation of the founders and the lack of standardization in the funds' internal processes. The idealized solutions were phased to propose a more efficient implementation, divided into the short, medium and long term. In the short term, initiatives such as explanatory materials and educational training have already had a positive impact, reducing the average negotiation time by up to two weeks in the pilot cases. In the medium term, actions include redesigning the fund's internal processes and introducing more robust performance management tools. In the long term, the study recommends creating market standards for larger rounds, with multiple participating funds, in order to promote greater predictability and efficiency. The impacts of the solutions implemented so far are notable, including greater clarity and strategic alignment between founders and investors. In addition, the reduction in negotiation time strengthens the relationship between the parties, promoting a more agile and efficient startup ecosystem. Despite these achievements, the study recognizes limitations, such as the need to broaden the representativeness of the sample and to consider external factors, such as market conditions, which also influence the results.

Keywords: Structuring. Bottleneck. Processes. Inefficiency. Negotiation.

LISTA DE SIGLAS

B2B	<i>Business-to-Business</i>
COO	<i>Chief Operating Officer</i>
CRO	<i>Chief Revenue Officer</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
MVP	<i>Minimum Viable Product</i>
SaaS	<i>Software as a Service</i>
SOP	<i>Stock Option Plan</i>
TF	Trabalho de Formatura
TS	<i>Term Sheet</i>
VC	<i>Venture Capital</i>

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Resumo do problema, atores e objetivo	14
Figura 2: Interações entre fundos e empreendedores	15
Figura 3: Fases de uma <i>startup</i>	22
Figura 4: As fases de venture capital	24
Figura 5: O processo de investimento em Venture Capital	27
Figura 6: Metodologia “5 Porquês”	34
Figura 7: Matriz de esforço x impacto	34
Figura 8: Etapas do processo de <i>Brainstorm</i>	35
Figura 9: Matriz de esforço x impacto	36
Figura 10: Relação de causa raiz e solução idealizada	61

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Consequências e atores da relação	13
Quadro 2: Etapas Macro para Investimento	16
Quadro 3: Macro etapas do TF	17
Quadro 4: Roteiro e os seus objetivos	39
Quadro 5: Cronograma das entrevistas.....	40
Quadro 6: Tabela de Codificação	40
Quadro 7: Metodologia para priorizar soluções	41
Quadro 8: Análise temporal dos investimentos históricos VC-X.....	43
Quadro 9: Análise temporal dos investimentos <i>seed</i>	44
Quadro 10: Análise temporal dos investimentos <i>series A</i>	45
Quadro 11: Problemas sintetizados em “ <i>Estruturação</i> ” (passo 1)	52
Quadro 12: Utilização dos 5 porquês durante entrevista e análise interna VC-X (passos 1 e 2)	56
Quadro 13: Problemas validados e priorizados (passo 2).....	57
Quadro 14: Soluções propostas	60
Quadro 15: Matriz Impacto x Esforço	64
Quadro 16: Implantação em fases	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Comparação dos principais termos para diferentes grupos de empreendedores:	58
Tabela 2: Matriz de impacto x esforço	63
Tabela 3: Fase 1 de implantação.....	66
Tabela 4: Fase 1 de implantação: diferenças entre negociações	66

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Contexto do trabalho: <i>venture capital</i> e atores no investimento de risco	11
1.2 Empresa objeto de estudo: VC-X e seus processos	12
1.3 O processo: selecionando e negociando investimentos em startups.....	15
1.4 Objetivos do trabalho.....	17
1.5 A estrutura do trabalho	17
2 REVISÃO DA LITERATURA	19
2.1 <i>Venture capital</i> – operação e fatores de sucesso	19
2.1.1 <i>Venture Capital</i>	19
2.1.2 As fases de uma <i>startup</i> e o <i>stage financing</i>	22
2.2 <i>Venture capital</i> – processos até o investimento	26
2.2.1 Etapas de análise	26
2.2.2 Ferramentas e documentos usados na análise	29
2.2.3 Riscos nas etapas de análise	31
2.3 Melhorias de processo – ferramentas de apoio	33
3 METODOLOGIA	38
3.1 Coleta de dados	38
3.3 Análise dos dados	40
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	42
4.1 Contexto interno da VC-X	42
4.2 O processo segundo os empreendedores.....	44
4.2.1 Entrevistas com fundadores que captaram na etapa <i>seed</i>	45
4.2.2 Entrevistas com fundadores que captaram na etapa <i>series A</i>	49
4.2.3 Priorização da causa raiz	55
5 PROPOSIÇÃO DE SOLUÇÕES	60
5.1 Proposição e priorização de soluções	60
5.2 Implantação em fases	64
6 CONCLUSÃO.....	68
6.1 Limitações do estudo	69
REFERÊNCIAS	72
ANEXO.....	79

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto do trabalho: *venture capital* e atores no investimento de risco

O mercado de *Venture Capital* (VC) desempenha um papel crucial no financiamento de empresas emergentes, especialmente aquelas em fases iniciais e de alto risco, mas com potencial de crescimento. Segundo Gornall e Strebulaev (2020), "o venture capital é essencial para transformar ideias inovadoras em negócios de alto impacto, assumindo riscos que outros tipos de financiamento evitam." Esse mercado envolve, principalmente, três atores fundamentais: os fundadores da empresa, os fundos de investimento e a própria empresa. Cada um desses *stakeholders* possui interesses e necessidades específicas, que orientam as suas relações e interações.

Os fundadores são responsáveis pela criação da empresa e, geralmente, possuem uma ideia ou produto inovador que pode transformar o mercado. Eles buscam capital não apenas para sustentar as suas operações e expandir o seu negócio, mas também para agregar valor estratégico e mentorias que possam acelerar o desenvolvimento da empresa. Como apontado por Gompers e Lerner (2001, p. 5), "os empreendedores buscam não apenas financiamento, mas também orientação estratégica e acesso a redes de contatos que possam acelerar o crescimento de suas empresas".

Os fundos de *venture capital* (VC) são uma forma de financiamento de alto risco voltada para startups com potencial de crescimento acelerado. Trata-se de uma estrutura na qual os fundos especializados captam recursos de *Limited Partners* (LPs), como fundos de pensão, instituições financeiras e investidores de alto patrimônio, para investir em empresas emergentes durante estágios iniciais ou intermediários. Os LPs confiam nos VCs para alocar seu capital em negócios promissores, esperando retornos expressivos que justifiquem o risco elevado. Os VCs, por sua vez, não apenas investem capital nas *startups*, mas também fornecem suporte estratégico, expertise em gestão e acesso a redes de contatos, ajudando os empreendedores a superarem desafios e expandir seus negócios (Cumming et al., 2005). Como destacado por Gompers e Lerner (2001), os fundos de venture capital atuam como mediadores entre os LPs e os empreendedores, conectando capital, conhecimento e estratégias para maximizar o valor gerado pelas *startups*.

Por fim, a empresa, ou *startup*, é o veículo pelo qual os fundadores e investidores convergem seus interesses. É caracterizada por ser um estágio inicial de uma empresa com potencial de crescimento exponencial, pode apresentar retornos rápidos e expressivos, como o

caso de Google, Uber, Nubank e Mercado Livre (Picken, 2017). A relação entre a empresa e os investidores é frequentemente marcada por uma governança compartilhada (que é desenhada no momento do investimento), em que os investidores exercem certo grau de influência sobre as decisões estratégicas. Segundo Wright e Robbie (1998, p. 530), os “*venture capitalists* geralmente assumem uma função ativa na governança das empresas em que investem, influenciando as decisões estratégicas para aumentar o valor da empresa e garantir o alinhamento com seus objetivos de investimento”.

O relacionamento entre esses três atores é, portanto, baseado em uma troca mútua de valor: enquanto os fundadores precisam de capital e suporte estratégico, os fundos de investimento esperam retornos expressivos e a empresa é o ponto de convergência no qual os interesses de ambos se materializam. Na revisão de literatura, será abordado com mais profundidade como esse relacionamento é desenvolvido ao longo da jornada do empreendedor.

1.2 Empresa objeto de estudo: VC-X e seus processos

A empresa que foi base para o estudo é um fundo de VC global, que por motivos de confidencialidade, foi referenciada no presente trabalho como VC-X. A autora desse estudo trabalha há mais de dois anos na VC-X, e já passou por todas as etapas do processo de relacionamento entre VC e fundadores, desde análises iniciais até investimentos e acompanhamento de portfólio. Nos últimos 27 meses, foi realizado um desembolso total de mais de 165 milhões de reais em 11 investimentos, distribuídos em oito setores diferentes. Durante esta experiência, foram analisadas mais de 3.3 mil empresas, na sua maioria brasileiras e nas fases iniciais de maturação, sem restrição alguma de setor ou tipo de produto. A VC-X possui seis colaboradores, entre sócios e analistas.

O cenário acima não é algo incomum em *venture capital*. De maneira geral, os VCs operam com equipes enxutas, exigindo que cada membro realize múltiplas análises em diferentes startups simultaneamente. Kaplan e Strömberg (2003), por exemplo, destacam que os fundos de VC frequentemente lidam com um número significativo de potenciais investimentos e portfólios ativos, o que aumenta a importância de processos bem definidos e gestão eficiente do tempo. Nesse contexto, o tempo se torna um dos ativos mais valiosos no *venture capital*, pois está diretamente relacionado à capacidade do fundo de avaliar, selecionar e investir em startups com potencial de alto retorno, em tempo hábil em relação a fundos competidores. Além disso, como mencionam Treville, Petty e Wager (2014), processos morosos podem levar à perda de oportunidades de mercado e impactar negativamente a

reputação do fundo, o que dificulta a captação de novos recursos e atrasa o retorno esperado para os *Limited Partners* (LPs), comprometendo a continuidade do fundo, de captar novamente com esses LPs.

Ao longo dos 11 investimentos do fundo VC-X, foi notado um aumento recente no tempo dispendido durante o processo de negociação pré-investimento. Historicamente, esse processo levava em torno de três meses para ser concluído dentro do fundo VC-X, o que segundo os principais responsáveis do fundo, os sócios, estava alinhado com o tempo médio do mercado. Porém, foi notado um aumento de até 70% em relação a esse tempo, fazendo com que os últimos processos de investimento levassem até cinco meses e meio para ser concluído. Assim, este trabalho tem dois objetivos: a) identificar fontes causadoras do aumento de ineficiência e b) propor soluções implementáveis para que o fundo VC-X volte a realizar investimentos dentro do prazo médio de três meses, sem prejudicar o relacionamento com os empreendedores.

Como mencionado anteriormente, esse aumento pode ter consequências severas em curto, médio e longo prazo ao fundo para o VC. Mais do que isso, essa ineficiência também é um problema para os empreendedores, que buscam em *venture capital* uma maneira de financiar um crescimento acelerado e não reagem bem quando o seu foco é retirado da operação de sua startup. Esses e outros riscos são aprofundados abaixo (conforme o Quadro 1, para contexto).

Quadro 1: Consequências e atores da relação

Aumento do tempo de negociação			
Atores da Relação	Consequência em Curto Prazo	Consequência em Médio Prazo	Consequência em Longo Prazo
Empreendedor	Aumento do custo com processo de negociação	Diminuição do foco dos fundadores na operação	Possibilidade de ter um crescimento pior do que esperado, seja em vendas ou em produto
Fundo de Investimento (VC)	Baixa cobertura do mercado enquanto o processo não é concluído, perdendo visibilidade de novas oportunidades	Reputação do fundo associada a dificuldade de investimento, afastando novas oportunidades	Possibilidade de perder uma grande oportunidade de retorno para o fundo

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

Para o empreendedor, o tempo prolongado gasto em negociação de financiamento desvia o foco dos fundadores, que poderiam estar envolvidos em atividades críticas para o desenvolvimento do produto e crescimento da base de clientes. Essa distração afeta diretamente a operação da empresa, conforme salienta Ries (2011, p. 58), ao afirmar que “a falta de concentração no cliente e no produto compromete as chances de sucesso da *startup*, colocando-

a em uma posição desfavorável frente a competidores mais focados”. Ademais, nos estágios iniciais, o crescimento da *startup* depende da velocidade em que ela consegue alcançar o mercado e validar o seu produto. Prolongar o processo de captação pode atrasar o desenvolvimento e impedir que a empresa responda rapidamente às oportunidades de mercado. Como aponta Christensen (1997, p. 122), as *startups* precisam de flexibilidade e agilidade, pois “a janela de oportunidades em mercados emergentes costuma ser estreita e os recursos financeiros devem estar alinhados com as demandas operacionais para que o negócio prospere”.

Já para o VC, o tempo é um dos seus maiores ativos, dada a dinâmica de risco retorno presente na sua tese, contando com poucos investimentos de grande sucesso para compensar as perdas em outros projetos (Kaplan; Schoar, 2005). Assim, todo tempo mal gerido pode ter um alto impacto negativo ao fundo.

Em conclusão, o processo explorado neste estudo foi aquele que envolve a relação entre os investidores e fundadores das *startups* no momento de negociação pré-investimento, especificamente as jornadas de definição de termos de investimento (por ambas as partes). Esse processo é essencial para firmar uma sociedade entre o investidor e fundador, denominada de “Investimento”, que é sinalizada e concluída pela assinatura de contratos entre os atores mencionados. Apresenta-se, a seguir, uma ilustração que simplifica os parágrafos (conforme a Figura 1):

Figura 1: Resumo do problema, atores e objetivo



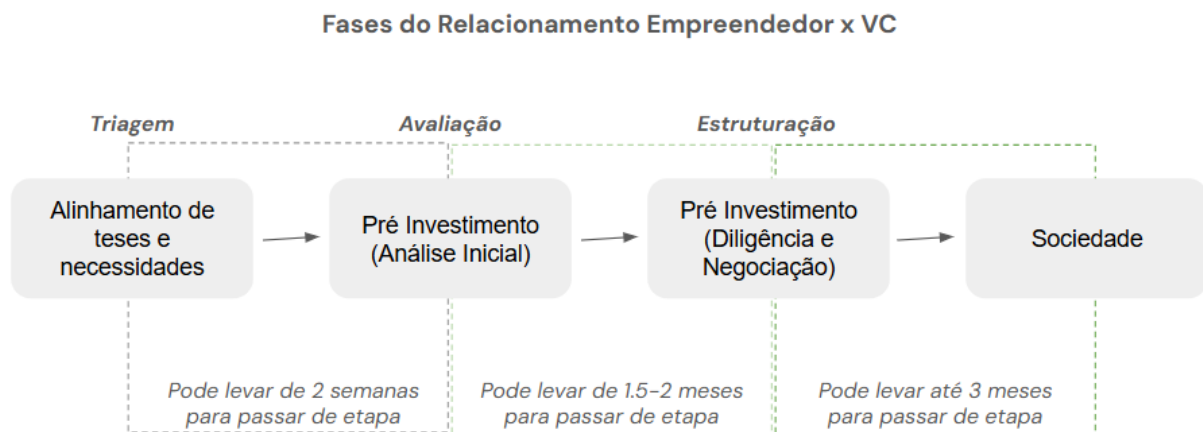
Fonte: Elaborada pela autora (2024)

Para que o objetivo acima seja alcançado, faz-se necessária uma maior compreensão sobre as etapas presentes no processo de negociação pré-investimento a fim de mitigar a ineficiência atualmente instalada no VC-X.

1.3 O processo: selecionando e negociando investimentos em startups

Na prática, a relação entre fundos de investimento e empreendedores acontece em diferentes etapas. Por vezes, leva-se meses ou anos até a empresa e o fundo estarem alinhados para realizar uma parceria em nível de sociedade. A figura a seguir apresenta as fases atuais do VC-X e o seu tempo médio de duração.

Figura 2: Interações entre fundos e empreendedores



Fonte: Elaborada pela autora (2024)

Conhecido pelo mercado como “*Triagem*”, o primeiro passo na relação entre um fundo de VC e uma *startup* é o processo de conhecimento mútuo, enquanto investiga se as teses de investimento e as necessidades de ambas as partes estão alinhadas. Isso envolve entender se a visão do fundo sobre o mercado, estágio de maturação da empresa e potencial de crescimento, que está em sintonia com os objetivos dos fundadores. Gompers e Lerner (2001, p. 73) observam que “a construção de uma relação inicial entre o fundo e a *startup* é essencial para assegurar que ambas as partes compartilham uma visão comum sobre o potencial do negócio”. Esse processo de conhecimento pode durar meses, especialmente se o fundo estiver interessado em acompanhar o desenvolvimento da *startup* antes de formalizar uma proposta.

Uma vez que há um alinhamento inicial e o *timing* é considerado adequado, o fundo de VC inicia uma análise detalhada, ou *diligência* de negócios, conhecida de “*Avaliação*”. Esse processo inclui estudos de mercado, análise do produto, avaliação da equipe fundadora e análise de competidores. Cada uma dessas dimensões é investigada para avaliar a viabilidade e o potencial de crescimento do investimento. De acordo com Ries (2011, p. 89), “o processo de *diligência* permite ao fundo mitigar riscos, entendendo melhor o mercado em que a *startup* opera e a capacidade dos fundadores de lidar com os desafios do setor”. Nessa etapa, o

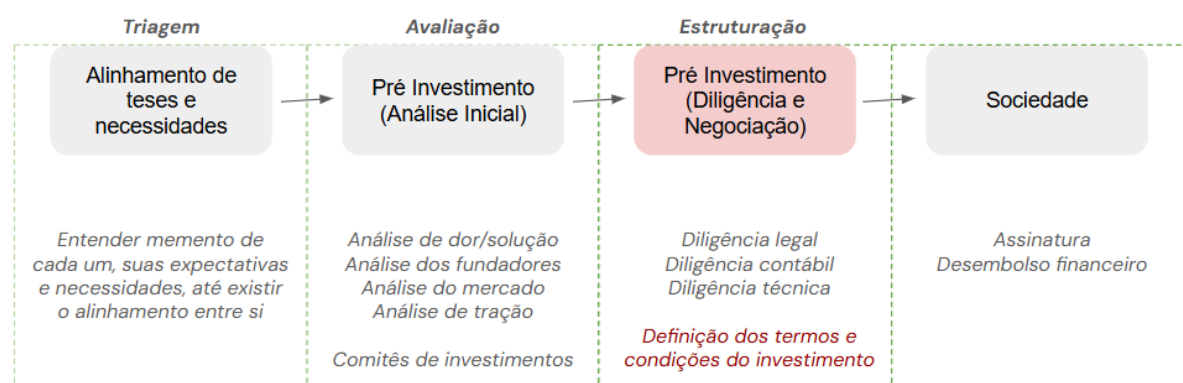
investimento pode ser aprovado ou reprovado pelo fundo, dependendo dos resultados dessa análise aprofundada.

Caso a análise de investimento seja aprovada, o processo de investimento em si é iniciado, também conhecido como a fase de “*Estruturação*”, que envolve *diligência* legal, financeira e operacional, além da negociação dos termos do contrato. A *diligência* detalhada permite ao fundo identificar riscos e ajustar as cláusulas contratuais para mitigá-los. Conforme Gompers e Lerner (1999, p. 5), “Os investidores de capital de risco estruturam contratos para alinhar incentivos e proteger os seus investimentos, assegurando que ambas as partes estão salvaguardadas em situações adversas”. Esse processo no estágio inicial de investimento (*seed-series A*), segundo os sócios da VC-X (que trabalham a mais de 12 anos em *venture capital*), no Brasil, leva-se até 3 meses, em média, dependendo da complexidade do negócio e das negociações envolvidas.

Após a conclusão da *diligência* e das negociações, ocorre a assinatura do contrato, formalizando a relação entre o fundo de VC e a *startup*. A partir desse momento, o fundo passa a ser um sócio da empresa, assumindo, em muitos casos, um papel ativo na governança e no apoio estratégico. Blank e Dorf enfatizam que a relação entre fundo de *venture capital* e empreendedor, uma vez firmada, representa uma sociedade na qual ambos trabalham em prol do crescimento e valorização da *startup* (Blank; Dorf, 2012).

Na VC-X, o processo de investimento também acontece dessa maneira, em que cada macro etapa apresenta micro etapas, como podemos ver no Quadro 2:

Quadro 2: Etapas Macro para Investimento



Fonte: Elaborado pela autora (2024), baseado em Treville, Petty e Wagner (2014)

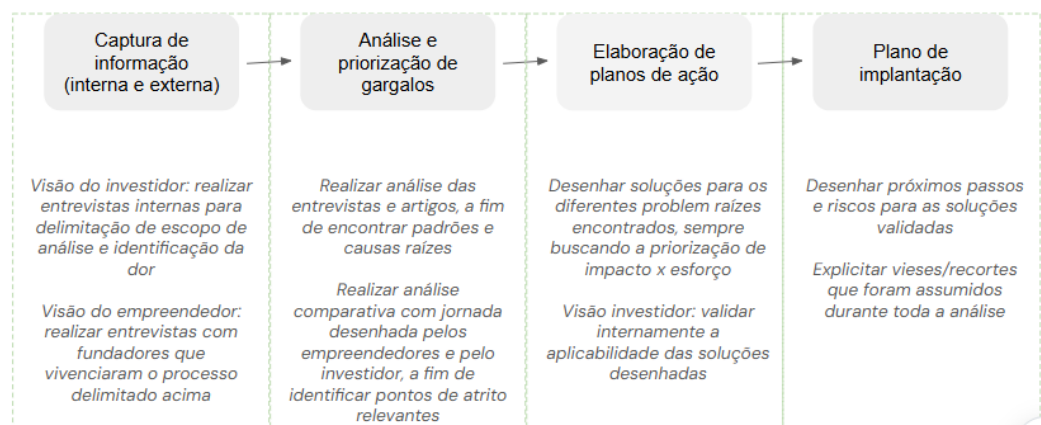
Foi identificado, analisando os colaboradores da VC-X, que mais de 65% do atraso vem da etapa “*Estruturação*”, significando que 45,5% da ineficiência total se encontra nesse

macroprocesso. Por esse motivo ele é o foco do estudo aprofundado, que visa mitigar a ineficiência global de seleção de investimentos no fundo VC-X por meio da redução no tempo do processo de “negociação dos termos e condições de investimentos”, que é a única grande etapa presente em “*Estruturação*”.

1.4 Objetivos do trabalho

Dada a ineficiência evidenciada pelo aumento recente de até 70% em relação ao tempo dispendido pelo VC-X nas negociações, principalmente na etapa “*Estruturação*”, este trabalho tem dois objetivos: a) identificar fontes causadoras do aumento de ineficiência no processo e b) propor soluções implementáveis para que o fundo VC-X volte a realizar investimentos dentro do prazo médio de três meses, sem prejudicar o relacionamento com os empreendedores. Para tal análise, foi necessário realizar as macros etapas definidas no Quadro 3.

Quadro 3: Macro etapas do TF



Fonte: Elaborado pela autora (2024)

1.5 A estrutura do trabalho

A estrutura do presente estudo começa nesta Introdução, a qual traz a motivação e objetivos do desenvolvimento do trabalho em questão. Em seguida, tem-se: Revisão da Literatura, que evidencia a teoria necessária para entender o contexto abordado, identificar os gargalos e resolver os problemas raízes encontrados; Seção de Metodologia e Levantamento de Dados, analisando processo, que foi realizado para estruturar o conteúdo usado no estudo; Resultados e Discussões, que apresenta os resultados obtidos pelo estudo, além de uma análise

crítica das informações coletadas; Proposição de Soluções e próximos passos e, por fim, a Conclusão, com a síntese do estudo apresentado.

2 REVISÃO DA LITERATURA

A fundamentação teórica foi estruturada para atuar como base na compreensão de 3 pilares do estudo:

- a) *Venture Capital* – operação e fatores de sucesso: explora como essa classe de ativo funciona e como se relaciona com o universo do empreendedorismo em fases;
- b) *Venture Capital* – processos até o investimento: detalhamento do processo padrão de negociação entre fundos e empreendedores e as suas implicações;
- c) Melhoria de Processos – ferramentas de apoio: explicita instrumentos que foram utilizados para identificar gargalos do processo, propor soluções e priorizá-las.

2.1 *Venture capital* – operação e fatores de sucesso

2.1.1 *Venture Capital*

O *Venture Capital* (VC) é uma classe de ativos voltada para investimentos em startups de alto potencial, caracterizada por risco elevado e retornos assimétricos. Segundo Gornall e Strebulaev (2020), o valor das startups frequentemente está atrelado a projeções de crescimento e inovação, mas essas avaliações podem ser otimizadas ou infladas, dependendo das condições de mercado e da estratégia dos investidores. O modelo de operação do VC baseia-se na captação de recursos de *Limited Partners* (LPs), como fundos de pensão, instituições financeiras e investidores de alto patrimônio, que esperam retornos significativos para justificar o risco envolvido. Esse modelo de retornos assimétricos é o que sustenta a lógica da operação, já que apenas uma pequena parcela dos investimentos realizados gera a maior parte dos ganhos do fundo (Gupta; Sapienza, 1992).

Os fundos de VC investem em startups em diferentes estágios, desde o *seed* até o *growth*, em troca de participação acionária, com o objetivo de obter retornos por meio de eventos de liquidez, como vendas (*exits*) ou ofertas públicas iniciais (*IPOs*). Essa abordagem, embora repleta de incertezas, permite aos fundos diversificarem suas apostas em setores com potencial disruptivo, garantindo uma combinação de risco e oportunidade que atrai tanto investidores quanto empreendedores (Gornall; Strebulaev, 2020).

O tempo e a eficiência são elementos centrais no modelo de operação dos fundos de VC, pois a capacidade de identificar, avaliar e investir em startups promissoras em tempo hábil pode determinar o sucesso ou fracasso de um fundo. O mercado de inovação é muito dinâmico, com

oportunidades que, frequentemente, têm uma janela limitada para decisão, o que torna a gestão de tempo um ativo estratégico. Kaplan e Strömberg (2003) enfatizam que atrasos em negociações ou processos de diligência não apenas aumentam os custos operacionais, mas também podem resultar na perda de oportunidades de alto potencial. Por outro lado, processos apressados, sem a devida análise, podem levar a investimentos mal fundamentados, gerando riscos elevados para o portfólio. Segundo Petty, Gruber e Harhoff (2023), a eficiência no uso do tempo é uma vantagem competitiva no venture capital, pois permite aos fundos não apenas otimizar seus recursos, mas também criar uma relação mais ágil e confiável com os empreendedores, fortalecendo sua reputação no mercado.

O mercado de inovação é muito dinâmico, com oportunidades que, frequentemente, têm uma janela limitada para decisão, o que torna a gestão de tempo um ativo estratégico. Kaplan e Strömberg (2003) enfatizam que atrasos em negociações ou processos de diligência não apenas aumentam os custos operacionais, mas também podem resultar na perda de oportunidades de alto potencial. Por outro lado, processos apressados, sem a devida análise, podem levar a investimentos mal fundamentados, gerando riscos elevados para o portfólio.

Para equilibrar a eficiência e a qualidade, é essencial que os fundos de VC adotem práticas que otimizem suas operações sem comprometer a profundidade das análises. Gompers e Lerner (2001) destacam que a padronização de processos é uma estratégia eficaz para reduzir a complexidade operacional e aumentar a agilidade na tomada de decisões. Além disso, a construção de uma rede robusta de parceiros estratégicos, como aceleradoras, *hubs* de inovação e consultores especializados, também se apresenta como uma solução importante. Segundo Gompers e Lerner (2001), essas parcerias não apenas ampliam o alcance dos fundos para identificar oportunidades, mas também aceleram etapas críticas do processo de investimento, como a *diligência* e a avaliação inicial. Kaplan e Strömberg (2003) complementam que redes bem estruturadas ajudam a mitigar riscos, ao integrar diferentes perspectivas e experiências no processo decisório.

Ao alinhar ferramentas de eficiência, como métricas claras e estratégias padronizadas, com abordagens mais estruturadas e colaborativas, os fundos de VC conseguem mitigar riscos, aproveitar as melhores oportunidades do mercado e maximizar retornos para os seus investidores. Esses elementos, como apontado por Ries (2011), são fundamentais para que os fundos mantenham sua relevância no ecossistema de inovação, ao mesmo tempo que asseguram a sustentabilidade das suas operações e resultados.

Outro ator importante no ecossistema de VC são os *Limited Partners* (LPs), que são os principais financiadores dos fundos e esperam retornos elevados para compensar o risco

intrínseco dessa classe de ativos. Gompers e Lerner (2001) destacam que os LPs confiam nos gestores de fundos de VC para identificar *startups* com alto potencial de crescimento e maximizar os retornos por estratégias bem definidas. Os fundos de VC operam como intermediários entre os LPs e as *startups*, alocando capital em negócios inovadores com perspectivas de impacto significativo no mercado. Kaplan e Strömberg (2003) reforçam que essa relação é baseada na confiança de que o fundo oferecerá suporte estratégico e gerará retornos por eventos de liquidez, como IPOs ou aquisições.

Assim, o sucesso no *venture capital* é medido pela capacidade do fundo de gerar retornos elevados para os LPs. Apenas uma pequena parcela dos investimentos costuma gerar múltiplos significativos sobre o capital investido, com uma dinâmica conhecida como “*power law*”, na qual os ganhos de poucos investimentos compensam as perdas de muitos (Kaplan; Strömberg, 2003). Por outro lado, o fracasso ocorre quando startups não alcançam os objetivos esperados, resultando em perdas financeiras que podem prejudicar o desempenho geral do fundo e a sua capacidade de atrair novos LPs (Ries, 2011).

Os pontos mais críticos no funcionamento de um fundo de VC incluem: a) o tempo necessário para realizar *diligência*; b) o alinhamento estratégico entre empreendedores e investidores e c) a gestão eficiente do portfólio para mitigar riscos. Kaplan e Strömberg (2003) afirmam que a *diligência* detalhada é essencial para identificar riscos e ajustar termos contratuais, mas o processo pode ser oneroso em termos de tempo e recursos. Além disso, a reputação do fundo no mercado é um ativo intangível crucial, que influencia diretamente sua capacidade de atrair as melhores oportunidades de investimento. Como apontam Gompers e Lerner (2001), um histórico de sucesso em investimentos anteriores pode facilitar novas captações e melhorar a qualidade das *startups* no *pipeline*.

Por fim, os fundos de VC desempenham um papel essencial no ecossistema de inovação e empreendedorismo, fornecendo não apenas capital, mas também *expertise* estratégica, redes de contatos e mentorias que impulsionam o crescimento das startups. Esse apoio permite que empresas emergentes desenvolvam produtos e serviços inovadores, gerando impactos econômicos e sociais significativos. De acordo com Drover et al. (2017), os fundos de VC oferecem valor agregado ao contribuírem com conhecimento estratégico e acesso a recursos únicos, essenciais para o crescimento das startups em mercados altamente competitivos. Em última análise, como observam Gompers e Lerner (2001), os fundos de VC atuam como catalisadores de transformações econômicas, conectando capital e inovação para promover um ambiente empresarial mais dinâmico e competitivo.

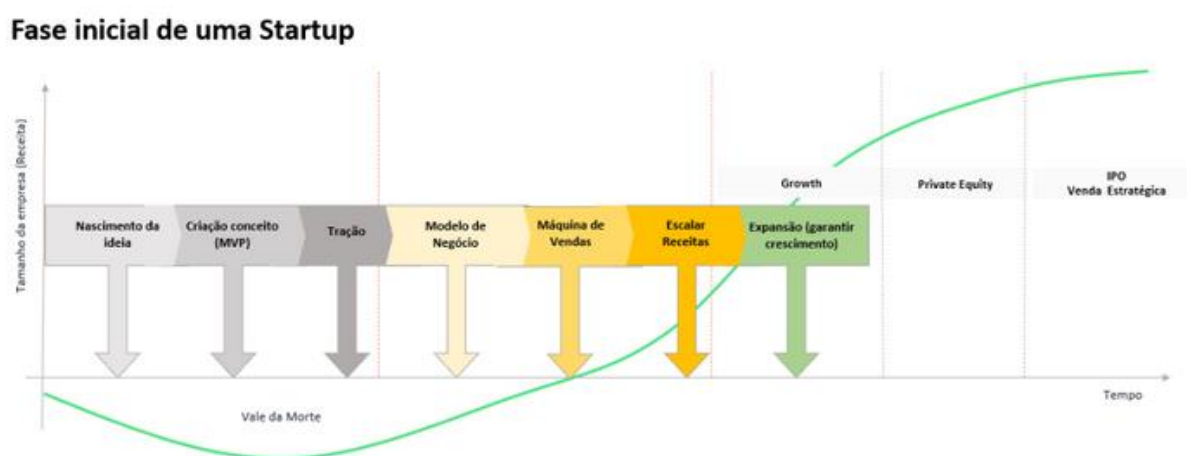
Esse apoio permite que empresas emergentes desenvolvam produtos e serviços inovadores, gerando impactos econômicos e sociais significativos (Ries, 2011). Em última análise, como observam Gompers e Lerner (2001), os fundos de VC atuam como catalisadores de transformações econômicas, conectando capital e inovação para promover um ambiente empresarial mais dinâmico e competitivo.

A fim de compreender com profundidade o papel do VC no ecossistema de inovação, é necessário ter o contexto sobre o outro ator dessa relação, o empreendedor com as suas startups e como eles se relacionam.

2.1.2 As fases de uma *startup* e o *stage financing*

No ecossistema de inovação, é comum a citação de *startups*, como um novo conceito de empreendedorismo que preza pelo *feedback* contínuo (Hartmann, 2013). O mercado de empreendedorismo é impulsionado pela inovação e pela busca de soluções para necessidades não atendidas no mercado. *Startups*, normalmente, começam com uma ideia focada em resolver uma “dor” específica do mercado. Os seus avanços são realizados de maneira faseada, focando em um risco de cada vez (Ries, 2011). De maneira geral, têm-se sete momentos de maturação de uma *startup*, são eles: nascimento da ideia, criação conceito (MVP), tração, modelo de negócio, máquina de vendas, escalar receita e expansão (conforme a Figura 3).

Figura 3: Fases de uma *startup*



Na fase inicial, o objetivo principal é desenvolver uma proposta inovadora, que seja capaz de resolver um problema específico no mercado. Esta etapa é marcada por incertezas e

riscos, e o desafio principal é validar a viabilidade da ideia. Como aponta Blank (2012, p. 34), “As *startups* geralmente enfrentam várias iterações e fracassos antes de descobrirem um modelo de negócios viável”. Após a ideia inicial, passa-se para a criação de um Produto Mínimo Viável (MVP). Nessa etapa, o objetivo é testar a funcionalidade básica do produto e obter *feedback* do mercado. As dores dessa fase envolvem a limitação de recursos e a pressão para desenvolver um produto que atenda minimamente às expectativas dos primeiros usuários. Segundo Osterwalder e Pigneur (2010, p. 37), “Um MVP permite que as *startups* testem sua proposta de valor com recursos mínimos, possibilitando aprendizado e adaptação mais rápidos”.

A etapa seguinte foca em alcançar os primeiros clientes e provar que existe uma demanda consistente para o produto ou serviço oferecido. Os desafios incluem conquistar o interesse do público-alvo e aumentar a base de clientes, mesmo com um orçamento limitado. Como menciona Moore (1991, p. 25), “As *startups* precisam navegar pelo 'vale da morte', uma fase crítica em que a falta de receita e financiamento significativos representa uma ameaça existencial”. Com o MVP validado e uma base inicial de clientes, a *startup* precisa estruturar seu modelo de negócios, definindo como gerará receita de forma sustentável. A dor desta etapa envolve encontrar o equilíbrio entre os custos operacionais e as receitas geradas. O objetivo é estabelecer um modelo que possa ser escalável e segundo explica Blank (2012, p. 78), “Um modelo de negócios deve evoluir continuamente com base no feedback do mercado para alcançar escalabilidade e sustentabilidade”.

Ao consolidar o modelo de negócios, a *startup* busca estabelecer uma máquina de vendas eficiente, isso é, um sistema que permita converter clientes em uma escala cada vez maior. Nessa fase, o desafio está em padronizar o processo de vendas para torná-lo previsível e repetível. Ries (2011, p. 124) ressalta que “um processo de vendas bem estruturado é a base para alcançar um crescimento previsível e escalável”. Depois, o objetivo é aumentar a receita em uma escala que permita à empresa crescer de forma acelerada. As dores, nesse momento, estão relacionadas às questões operacionais e à necessidade de investimento em infraestrutura e pessoal. Segundo Christensen (1997, p. 142), “o momento de escala exige o equilíbrio entre o crescimento rápido e a manutenção da integridade e da qualidade do produto ou serviço”.

Por fim, a expansão marca o início de um crescimento sólido, focando na penetração em novos mercados e na diversificação de canais de vendas. As dores dessa etapa envolvem a gestão de uma estrutura mais complexa e a manutenção da eficiência operacional. Blank e Dorf (2012, p. 230) explicam que, “no estágio de expansão, as *startups* devem se concentrar no refinamento das operações e na atração de capital de crescimento para apoiar a penetração e a diversificação do mercado”.

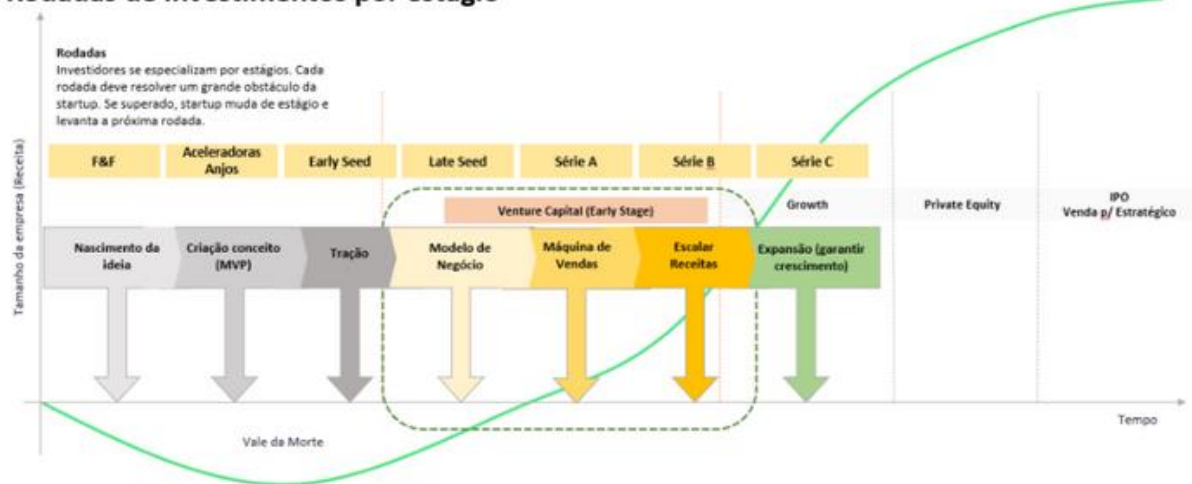
Como mencionado anteriormente, os fundos de venture capital (VC) desempenham um papel importante na trajetória da maturação das startups. Em cada momento mencionado, os fundos fornecem mais que recursos financeiros, trazendo, muitas vezes, pontes comerciais e conhecimento em alguma área de desenvolvimento, ajudando a startup a superar os seus desafios, a fim de conquistar o mercado. Isso está inteiramente alinhado com o modelo de negócios de um fundo, conforme mostra Gompers e Lerner (1999, p. 5): “Os capitalistas de risco (VCs) investem em empreendimentos de alto potencial de crescimento e fornecem orientação estratégica para ajudar essas empresas a alcançarem posições significativas no mercado, garantindo assim retornos positivos sobre seus investimentos”. Ademais, Tian (2011) reforça que o financiamento em etapas, característica comum nos investimentos de VC, é uma estratégia crucial para mitigar riscos e garantir que os recursos sejam alocados de maneira eficiente à medida que as startups avançam em sua maturação. Complementando essa perspectiva, Lukas, Mölls e Welling (2016) apontam que a prática de financiamento escalonado permite maior flexibilidade e ajusta as políticas de investimento de acordo com a incerteza do mercado, maximizando o potencial de retorno e minimizando os riscos associados ao investimento em empresas inovadoras.

As rodadas de investimentos se conectam com as fases de maturação descritas e servem para segmentar o interesse e perfil de risco de cada tipo de investidor, como está exemplificado na Figura 4 (Sondré; Sgavioli, 2022).

Figura 4: As fases de venture capital

Fase inicial das empresas e o Venture Capital

Rodadas de investimentos por estágio



Fonte: Sondré e Sgavioli (2022)

Na fase inicial, o fundo de *venture capital* raramente entra com capital, pois a *startup* ainda não validou a sua ideia. No entanto, fundos especializados em estágios iniciais podem fornecer orientação e *networking*, conectando os fundadores a mentores e outros empreendedores experientes. Segundo Gompers e Lerner (2001, p. 62), “Os fundos de capital de risco, mesmo nas fases iniciais, proporcionam orientação e oportunidades de estabelecimento de contactos que ajudam os fundadores a formular uma proposta de valor convincente”. Já as aceleradoras investem para ajudar a *startup* a desenvolver o seu Produto Mínimo Viável (MVP) e testar a sua funcionalidade no mercado. Além do capital, os investidores podem orientar os fundadores na criação de métricas de desempenho, essenciais para avaliar a aceitação do produto. Ries (2011, p. 45) afirma que “os fundos de *venture capital*, ao orientar o desenvolvimento do MVP, ajudam os fundadores a minimizarem desperdícios e a ajustar o produto com base em *feedbacks*”.

Durante o *early seed*, o fundo de VC pode auxiliar a *startup* a aumentar a sua base de clientes, oferecendo apoio tanto financeiro quanto estratégico. Os investidores de VC podem facilitar o acesso a novos canais de distribuição e apresentar a *startup* a potenciais parceiros de negócios. Moore (1991, p. 89) argumenta que “a fase de tração é crítica, uma vez que o apoio do capital de risco pode ajudar as empresas a atravessarem o ‘vale da morte’ e a alcançar a estabilidade operacional”. Ao estruturar o modelo de negócios, o fundo de *venture capital* pode contribuir com experiência na definição de estratégias de monetização e no aprimoramento do modelo financeiro da empresa. Os investidores de VC, geralmente, possuem experiência em avaliar modelos de receita e podem sugerir ajustes para torná-los mais robustos. Blank e Dorf (2012, p. 94) destacam que, “nos estágios de *late seed*, os fundos de capital de risco ajudam as empresas em fase de arranque a construir uma base expansível, aperfeiçoando os seus modelos de negócio e estratégias de receitas”.

Para estabelecer uma máquina de vendas eficiente, o fundo de VC pode auxiliar a *startup* na construção de equipes de vendas e marketing, além de introduzir práticas de vendas comprovadas no setor. Os fundos de *venture capital* também podem fornecer recursos para campanhas de marketing e estratégias de aquisição de clientes. De acordo com Ries (2011, p. 73), “o suporte financeiro e o *networking* proporcionados pelos VCs ajudam a *startup* a criar um processo de vendas repetível e previsível”. Já na fase de escalar receitas, o fundo de VC oferece capital para financiar o crescimento rápido e investimentos em infraestrutura, tecnologia e pessoal. Os fundos também podem facilitar o recrutamento de talentos qualificados e, muitas vezes, têm redes de contato para preencher posições-chave. Christensen (1997, p. 167)

ênfatiza que, “na fase de escala, *venture capital* ajudam e permitem que a *startup* sustente o crescimento enquanto mantém a qualidade operacional e de seu produto”.

Por fim, durante a fase de expansão, o fundo de VC contribui com expertise estratégica para a entrada em novos mercados e expansão internacional, caso aplicável. Essa orientação ajuda a *startup* a navegar por regulamentações, barreiras culturais e operacionais em novos territórios. Segundo Blank e Dorf, os fundos de VC também auxiliam na criação de parcerias estratégicas, permitindo que a *startup* cresça de forma sustentável (Blank; Dorf 2012).

Observa-se que a relação entre *startups* e VCs se desenvolve ao longo do tempo, por *mentoring*, *networking* e suporte estratégico, indo além do capital financeiro (HSU, 2006). A sustentabilidade e o constante alinhamento são fundamentais para manter uma convivência saudável e positiva para ambos, tanto do ponto de vista de negócios (qual é a expectativa de crescimento da empresa, por exemplo), quanto do ponto de vista cultural (existência de *fit* entre ambos) (Glucksman, 2020).

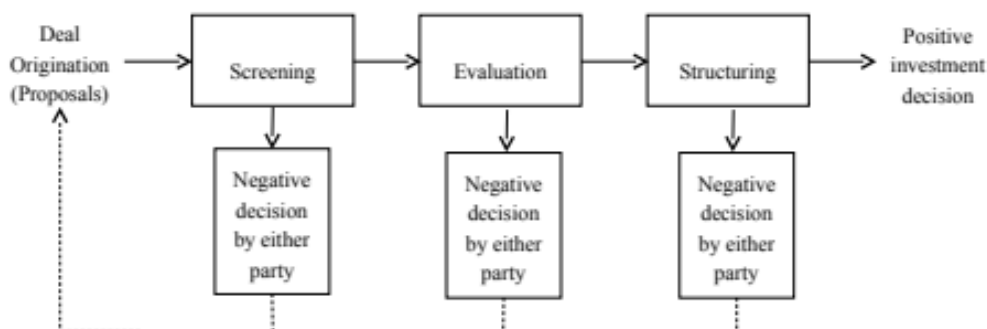
Com a compreensão de como o mercado de *venture capital* opera, quais são os seus atores e como funcionam as suas relações, é importante entender como ocorre o investimento: quais são as etapas principais, quem são os responsáveis pela análise e o que é discutido antes da decisão, o que foi abordado a seguir.

2.2 *Venture capital* – processos até o investimento

2.2.1 Etapas de análise

A decisão de investimento em capital de risco envolve uma série de etapas intrincadas e interdependentes que demandam análise rigorosa e estratégica. Gompers e Lerner (2001) descrevem esse processo como central para o sucesso dos fundos de *venture capital* (VC), que operam em um modelo de retornos extremos, em que poucos investimentos compensam uma ampla base de projetos que não resultam em retornos significativos. Para maximizar a eficiência, cada etapa - “*Triagem*”, “*Avaliação*” e “*Estruturação*” - deve ser bem estruturada, com critérios claros e práticas eficazes para mitigar riscos e alinhar interesses entre investidores e empreendedores, como mostra a Figura 5.

Figura 5: O processo de investimento em Venture Capital



Fonte: Treville, Petty e Wagner (2014)

Na fase de “*Triagem*”, os fundos de VC não apenas avaliam o alinhamento de teses e a compatibilidade da *startup* com a sua estratégia, mas também analisam fatores mais subjetivos, como a visão em longo prazo dos fundadores. Além de ferramentas padronizadas, como checklists de critérios de seleção, Treville, Petty e Wager (2014) apontam que práticas qualitativas, como entrevistas exploratórias, ajudam a identificar aspectos menos tangíveis, como a cultura organizacional da *startup*. O uso de ferramentas tecnológicas também se destaca nessa etapa. Plataformas automatizadas de análise de mercado, combinadas com algoritmos preditivos, têm facilitado a triagem inicial, permitindo que os analistas concentrem esforços em startups com maior probabilidade de sucesso.

A etapa de “*Avaliação*” é a que os fundos de VC testam as suas hipóteses iniciais, aprofundando-se nas métricas operacionais, no plano de negócios e na dinâmica competitiva da startup. Estudos como os de Petty, Gruber e Harhoff (2023) reforçam a importância de uma abordagem holística, que combine análise quantitativa com *insights* qualitativos. Um exemplo disso é a revisão detalhada das finanças da empresa, que pode ser complementada por análises de cenários futuros, avaliando a resiliência da *startup* em condições econômicas adversas. Adicionalmente, o relacionamento entre fundadores e investidores começa a ser testado nessa fase, com reuniões frequentes para discutir objetivos estratégicos. Segundo Matusik, George e Heeley (2008), a habilidade dos fundadores de receber feedback construtivo e ajustar as suas estratégias é, frequentemente, vista como um indicador de sucesso em longo prazo.

Durante a fase de “*Estruturação*”, a negociação de termos financeiros e jurídicos assume um papel central. Essa etapa é marcada por um equilíbrio delicado entre proteger os interesses do fundo e manter a motivação dos empreendedores. Gompers e Lerner (2001) enfatizam que as cláusulas de proteção, como preferência de liquidação e antidiluição, são

indispensáveis para mitigar os riscos associados à alta volatilidade das *startups*. No entanto, o excesso de cláusulas protetivas pode desmotivar os fundadores, criando um ambiente de tensão. Petty, Gruber e Harhoff (2023) sugerem que sessões de mediação podem ser úteis para resolver impasses, promovendo um entendimento mútuo sobre as implicações das cláusulas negociadas. Adicionalmente, a padronização de contratos e o uso de *templates* comumente aceitos no mercado podem acelerar as negociações, evitando atrasos desnecessários.

Outro ponto relevante é a importância do alinhamento estratégico em cada etapa. Treville, Petty e Wager (2014) destacam que o alinhamento precoce sobre expectativas e metas não apenas facilita o processo de negociação, mas também estabelece uma base sólida para o relacionamento em longo prazo entre o fundo e a *startup*. Essa prática pode incluir a realização de workshops conjuntos para discutir prioridades estratégicas antes mesmo da elaboração do Term Sheet, garantindo que ambas as partes tenham uma compreensão clara das metas compartilhadas.

Fundadores que demonstram resiliência, adaptabilidade e uma visão clara são mais propensos a atrair investimentos. Por outro lado, a falta de alinhamento cultural ou de valores pode gerar atritos que atrasam o progresso, mesmo quando a viabilidade financeira e operacional da startup é sólida. Como observado por Matusik, George e Heeley (2008), a avaliação dos valores e do julgamento dos fundadores é importante no processo decisório dos investidores, pois a adaptabilidade e a resiliência frequentemente indicam maior probabilidade de sucesso em longo prazo.

Ao longo dessas etapas, o papel da tecnologia tem se mostrado um divisor de águas. Ferramentas de gestão de pipeline, softwares de *diligência* e plataformas de negociação digital têm reduzido significativamente os tempos de análise e execução. Petty, Gruber e Harhoff (2023) apontam que fundos que utilizam tecnologias avançadas conseguem processar um maior volume de oportunidades sem comprometer a profundidade das suas análises. Isso é particularmente relevante no contexto de retornos extremos, em que a identificação de uma *startup* disruptiva pode compensar todo o portfólio.

Por fim, é crucial destacar que o tempo desempenha um papel estratégico em todas as fases do processo de investimento. Como observado por Gompers e Lerner (2001), a demora na tomada de decisões pode resultar em perdas de oportunidades valiosas, enquanto a pressa excessiva pode levar a investimentos mal fundamentados. Portanto, o equilíbrio entre eficiência e qualidade deve ser uma prioridade para os fundos de VC. Ao implementar práticas como padronização de processos, uso de tecnologia e alinhamento estratégico, os fundos podem não

apenas reduzir o tempo de negociação, mas também aumentar a probabilidade de sucesso, contribuindo para um ecossistema de inovação mais robusto e sustentável.

2.2.2 Ferramentas e documentos usados na análise

Os documentos e ferramentas utilizadas no processo de investimento, como o *Term Sheet*, o *cap table* e o contrato final, desempenham um papel fundamental na estruturação e alinhamento entre fundos de venture capital e *startups*. Esses instrumentos não apenas estabelecem as bases do acordo, mas também influenciam diretamente a eficiência e o tempo de negociação, destacando a sua relevância no sucesso das relações e no planejamento estratégico das empresas envolvidas.

O *Term Sheet*, ou “folha de termos” é um documento preliminar essencial no processo de investimento entre fundos de venture capital (VC) e *startups*. Embora não seja juridicamente vinculativo, ele estabelece as bases do acordo, abordando aspectos como *valuation*, participação acionária, direitos de governança, preferências de liquidez e cláusulas de proteção. Esse documento busca alinhar expectativas entre as partes e evitar conflitos futuros. Segundo Feld e Mendelson (2019), o *Term Sheet* fornece um guia essencial para a negociação, garantindo que ambos os lados tenham clareza sobre os pontos principais desde o início. Drover *et al.* (2017) destacam que esse marco inicial no processo cria confiança e permite avanços seguros para as etapas subsequentes. Geralmente formalizado após uma avaliação inicial da *startup*, ele funciona como um marco que dá início à *diligência* mais detalhada, economizando tempo e recursos ao reduzir incertezas nas negociações.

O *cap table*, ou tabela de capitalização, detalha a estrutura de capital de uma empresa, mostrando a distribuição de ações entre fundadores, investidores e colaboradores. O controle dessa ferramenta é essencial para evitar uma diluição excessiva dos fundadores e investidores iniciais ao longo das múltiplas rodadas de financiamento, comuns no *stage funding*. Cada rodada de investimento (*seed*, *series A*, *B*, etc.) implica na emissão de novas ações, diluindo a participação dos acionistas existentes. Diluições muito altas nas primeiras rodadas podem levar os fundadores a perderem controle significativo da empresa, afetando tanto a governança quanto a capacidade de atrair novos investidores. Como apontam Gornall e Strebulaev (2020), um *cap table* organizado é crucial para garantir transparência e alinhamento entre os stakeholders, preservando incentivos ao longo do ciclo de crescimento da empresa.

Assim, um *cap table* bem estruturado é crucial para alinhar os interesses entre fundadores e investidores, prevenindo desequilíbrios que possam prejudicar a governança.

Drover *et al.* (2017) reforçam que fundos analisam atentamente esse documento para assegurar que ele seja compatível com o crescimento sustentável e atraente para novos investidores. Entretanto, *cap tables* excessivamente complexos podem levar a renegociações e atrasos no fechamento do acordo, exigindo simplificações que impactam o tempo de negociação.

O contrato final, por sua vez, formaliza os termos negociados, detalhando obrigações, direitos, prazos e condições de execução entre o fundo de VC e a *startup*. Ele é juridicamente vinculativo e reflete o alinhamento estratégico acordado. A estrutura do contrato varia conforme o tipo de investimento, sendo os dois modelos principais o *equity* e o mútuo conversível. No caso do *equity*, o fundo adquire participação acionária direta, com direitos de governança e preferências de liquidez. Feld e Mendelson (2019) destacam que essa abordagem oferece ao fundo influência direta sobre o crescimento e as decisões estratégicas da *startup*, favorecendo uma parceria ativa. Já o mútuo conversível é estruturado como um empréstimo, que pode ser convertido em participação acionária em rodadas futuras. Drover *et al.* (2017) explicam que essa flexibilidade é vantajosa em estágios iniciais, quando a *valuation* ainda apresenta incertezas significativas.

As diferenças entre esses modelos residem na natureza do investimento e no impacto sobre o controle da empresa. Enquanto o *equity* proporciona influência imediata e maior controle, o mútuo conversível oferece flexibilidade e menos impacto inicial na estrutura acionária, sendo mais adequado para startups em estágios iniciais. Além disso, o mútuo também protege o investidor de associação direta à personalidade jurídica da empresa, evitando possíveis responsabilidades legais ou tributárias associadas às operações da *startup*. Como apontam Feld e Mendelson (2019), o mútuo é frequentemente escolhido por investidores que desejam reduzir sua exposição inicial aos riscos legais inerentes ao negócio, enquanto mantêm a opção de conversão futura. Drover *et al.* (2017) reforçam que essa estrutura é particularmente vantajosa em mercados emergentes, onde a volatilidade jurídica e regulatória pode representar riscos adicionais para os investidores. Esses documentos e ferramentas não apenas estruturam o processo de investimento, mas também têm impacto direto no tempo de negociação.

A sua clareza e padronização são essenciais para acelerar as negociações, enquanto complexidades e falhas podem causar atrasos significativos. Assim, conforme Feld e Mendelson (2019), otimizar a criação e a gestão desses instrumentos é crucial para promover eficiência e fortalecer a relação entre fundos e *startups*.

A influência desses documentos e ferramentas no tempo de negociação é evidente. Documentos claros, padronizados e bem-preparados reduzem a necessidade de revisões e renegociações, enquanto ferramentas tecnológicas otimizam a comunicação e o

compartilhamento de informações. Como destacam Treville, Petty e Wager (2014), a eficiência na utilização desses instrumentos não apenas acelera o processo, mas também promove maior alinhamento entre as partes, contribuindo para um ecossistema de inovação mais dinâmico e colaborativo. Assim, a gestão eficaz desses instrumentos é fundamental para equilibrar agilidade e qualidade no investimento em *startups*.

Além dos documentos, é amplamente discutido pela literatura o impacto que termos específicos têm durante a negociação, como é o caso de *liquidation preference*, direitos de veto e *vesting*. No Anexo B – “Principais Termos e seus Impactos”, é possível ver uma relação de cada termo e seus impactos aos fundos de *venture capital* e aos empreendedores. Essa compreensão foi usada durante o trabalho, apesar de não ser o foco do estudo.

2.2.3 Riscos nas etapas de análise

Ao longo do processo de investimento em *venture capital* (VC), cada etapa – “*Triagem*”, “*Avaliação*” e “*Estruturação*” – apresenta desafios distintos que influenciam diretamente a eficiência do fundo e a experiência do empreendedor. Estudos como os de Treville, Petty e Wager (2014), Petty, Gruber e Harhoff (2023) e Gompers e Lerner (2001) evidenciam que o tempo é um dos ativos mais valiosos no ecossistema de VC. A capacidade de gerenciar esse recurso de forma eficiente pode determinar o sucesso ou o fracasso de um fundo, influenciando diretamente suas operações e retornos.

Na etapa de “*Triagem*”, os fundos de VC realizam uma análise inicial das *startups* para verificar o alinhamento com suas teses de investimento. O principal impacto dessa etapa está na eficiência do pipeline de oportunidades. Gompers e Lerner (2001) destacam que decisões mal-informadas nessa fase podem levar à perda de *startups* promissoras ou ao avanço de empresas que não têm potencial de crescimento alinhado às expectativas do fundo. Isso não apenas compromete o tempo dos analistas, mas também afeta a alocação de capital. Para os empreendedores, uma falta de clareza nos critérios de seleção pode resultar em esforços desperdiçados e frustração, especialmente quando as *startups* são rejeitadas tardiamente sem explicações claras.

Treville, Petty e Wager (2014) sugerem que ferramentas padronizadas, como formulários de triagem detalhados e plataformas de compatibilidade, podem mitigar esses problemas, proporcionando maior transparência. O impacto positivo dessas práticas é sentido em ambos os lados: os fundos conseguem reduzir o tempo gasto em análises preliminares, enquanto os fundadores têm mais previsibilidade sobre os requisitos para avançar no pipeline.

Além disso, a padronização aumenta a capacidade do fundo de comparar startups de diferentes setores, promovendo uma triagem mais objetiva e rápida.

Na fase de “*Avaliação*”, os desafios se intensificam, pois essa etapa envolve *diligência* aprofundada para avaliar riscos e retornos potenciais. Um dos impactos mais notáveis dessa etapa está relacionado à entrega de informações incompletas ou inconsistentes por parte dos empreendedores. Essa falha não apenas prolonga o processo, mas também eleva os custos operacionais do fundo, reduzindo a sua capacidade de avaliar outras oportunidades em paralelo. Para os fundadores, atrasos nesse estágio podem prejudicar o seu planejamento estratégico e até mesmo a confiança dos *stakeholders* internos, como a equipe e investidores-anjo.

Matusik, George e Heeley (2008) enfatizam que a percepção dos valores e da adaptabilidade dos fundadores é um fator determinante nesta etapa, muitas vezes influenciando mais do que os dados financeiros. Petty, Gruber e Harhoff (2023) recomendam que os fundos promovam workshops educativos e implementem checklists detalhados para orientar os empreendedores sobre a documentação necessária. A introdução de *data rooms* estruturados (espaços seguros projetados para armazenar, organizar e compartilhar documentos importantes durante o processo de *diligência* e negociação de investimentos) também é uma solução prática, permitindo que investidores acessem informações de maneira organizada e eficiente. Essas medidas não apenas aceleram o processo, mas também fortalecem a confiança entre as partes, criando um ambiente mais colaborativo.

Já a etapa de “*Estruturação*” é a mais sensível e crítica, pois envolve a formalização do contrato e a definição de direitos e obrigações entre investidores e empreendedores. Os problemas mais comuns incluem renegociações de termos, diferenças entre o *Term Sheet* e o contrato final e conflitos no *cap table*. Esses gargalos geram impactos profundos no tempo de negociação, que pode se estender por semanas ou meses, aumentando os custos operacionais e comprometendo a relação entre os atores. Gompers e Lerner (2001) alertam que atrasos nessa fase não apenas dificultam o fechamento do acordo, mas também a reputação do fundo, diminuindo a sua atratividade no mercado.

Para mitigar esses problemas, Treville, Petty e Wager (2014) sugerem a adoção de contratos padronizados que podem ser ajustados conforme necessário, reduzindo a complexidade e o tempo de revisão. Além disso, ferramentas digitais que conectam advogados, empreendedores e gestores podem simplificar a comunicação, minimizando erros e aumentando a transparência. Essas práticas não apenas melhoram a eficiência, mas também reduzem o desgaste emocional dos fundadores, permitindo que eles foquem na execução dos seus negócios.

Em última análise, o tempo é um recurso finito no *venture capital* e a sua gestão eficaz é essencial para o sucesso tanto dos fundos quanto das *startups*. Fundos que priorizam a eficiência sem comprometer a profundidade da análise estão melhor posicionados para capturar as melhores oportunidades de mercado, enquanto os empreendedores se beneficiam de processos mais rápidos e previsíveis. Como concluem Petty, Gruber e Harhoff (2023), a capacidade de equilibrar esses elementos não apenas melhora os resultados financeiros, mas também fortalece o ecossistema de inovação como um todo, promovendo um ambiente de maior confiança e colaboração.

2.3 Melhorias de processo – ferramentas de apoio

Para identificação de principais gargalos e entender suas causas raízes, podem ser utilizados três principais técnicas, a saber: a) análise de “gargalo”; b) “causa-raiz” e c) “Pareto”. Apresenta-se, a seguir, uma breve explicação de cada metodologia.

A análise de gargalo é uma abordagem eficaz para identificar pontos específicos do processo, em que ocorrem acúmulos ou atrasos que restringem o fluxo contínuo das atividades. Stevenson (2018) destaca que essa técnica permite diagnosticar as áreas que limitam a capacidade de um processo, possibilitando a alocação mais eficiente de recursos e melhorias no tempo de ciclo. Um exemplo prático de aplicação dessa análise está na revisão de fluxos de trabalho em processos sequenciais. Ao mapear visualmente cada etapa, utilizando ferramentas como diagramas de fluxo ou software de mapeamento de processos, é possível identificar gargalos operacionais e testar cenários de otimização. Para maximizar os resultados dessa análise, é recomendável a utilização de métricas claras, como tempos médios de processamento, tempos de espera e taxas de erro em cada etapa, o que garante que as melhorias implementadas sejam mensuráveis e baseadas em dados.

Já a análise de causa-raiz é uma ferramenta que se aprofunda nos problemas ao buscar suas origens fundamentais, indo além de sintomas superficiais. Uma técnica frequentemente associada a essa análise é o método dos “cinco Porquês”, em que perguntas consecutivas são feitas para identificar a verdadeira origem de um problema. Juran (2007) explica que essa abordagem é fundamental para evitar que falhas recorrentes afetem o processo, promovendo uma melhoria sustentável e em longo prazo, conforme a imagem a seguir.

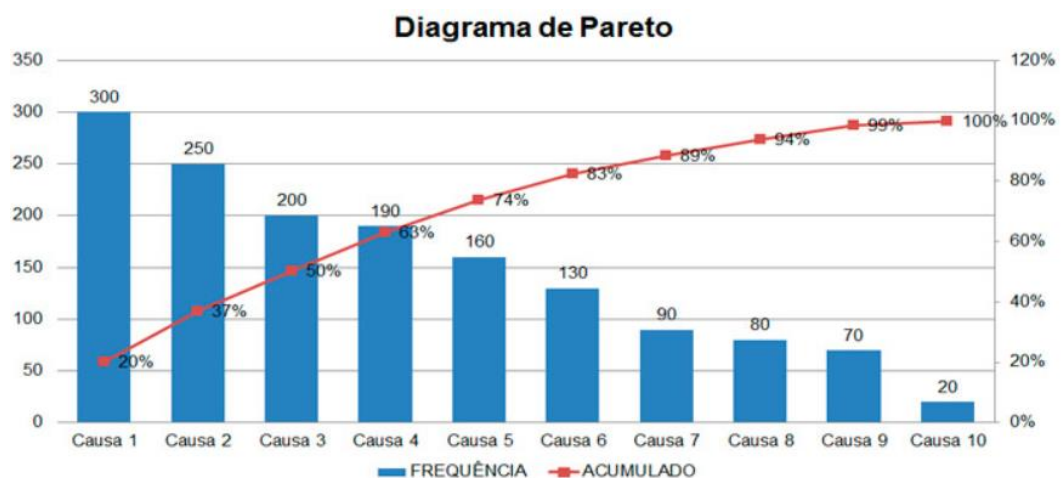
Figura 6: Metodologia “5 Porquês”



Fonte: Arruda (2020)

A análise de “Pareto (80/20)”, por sua vez, é uma metodologia que prioriza esforços focando nas causas que geram a maioria dos efeitos negativos em um processo. Esse método, baseado no princípio de Pareto, que afirma que 80% dos problemas são causados por 20% das causas, é essencial para direcionar recursos de forma eficiente. Juran (2007) enfatiza que a análise de Pareto ajuda a identificar rapidamente os fatores mais impactantes, permitindo que as equipes priorizem as questões críticas. No uso prático, gráficos de Pareto são uma ferramenta comum, em que problemas são categorizados e ordenados de acordo com a sua frequência ou impacto. Para aumentar a eficácia dessa técnica, é importante combinar os resultados da análise com dados quantitativos e qualitativos, garantindo que os esforços estejam alinhados às necessidades do processo e dos *stakeholders*.

Figura 7: Matriz de esforço x impacto

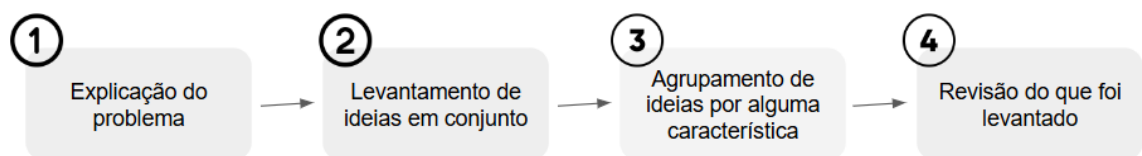


Fonte: Fundação Estudar (2024)

Além de identificar os problemas, o desenho e a priorização de soluções requerem técnicas complementares, como *brainstorming*, matriz de esforço x impacto, tabelas de priorização ponderadas e análise de custo-benefício.

O *brainstorming*, descrito por Osborn (1953), promove a geração colaborativa de ideias, ao incentivar a participação de equipes diversificadas. Esse método é particularmente útil nas fases iniciais de solução de problemas, pois cria um ambiente no qual os participantes podem propor ideias livremente, sem julgamento inicial. Para otimizar os resultados do *brainstorming*, é recomendável definir um moderador, estabelecer um tempo limite e utilizar ferramentas visuais, como mapas mentais ou quadros brancos digitais, para capturar todas as ideias geradas. As etapas para a reunião de *brainstorming* são as presentes na Figura 8.

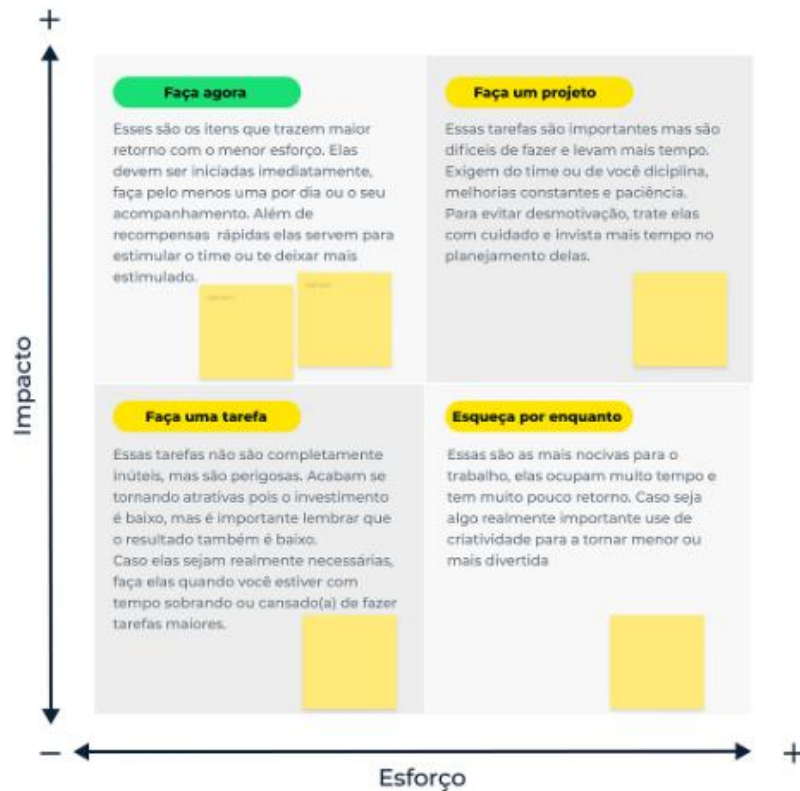
Figura 8: Etapas do processo de *Brainstorm*



Fonte: Elaborada pela autora (2024)

A matriz de esforço x impacto é uma ferramenta que classifica soluções de acordo com o esforço necessário para sua implementação e o impacto que elas podem gerar. Segundo Maximiano (2011), essa abordagem ajuda a priorizar ações que oferecem o maior retorno com o menor esforço, permitindo que recursos sejam alocados de maneira estratégica. No uso prático, a matriz pode ser construída em workshops colaborativos, em que equipes avaliam soluções propostas e as posicionam em quadrantes com base nos dois critérios. Uma dica importante é revisitar a matriz regularmente, ajustando as prioridades, conforme o contexto do projeto evolui, como demonstrado na Figura 9.

Figura 9: Matriz de esforço x impacto



Fonte: UPITS (2019)

É comum, na análise acima, acompanhar o método de tabelas de priorização ponderada, já que oferecem uma abordagem mais estruturada para avaliar múltiplas soluções. Nessa técnica, critérios como custo, impacto, tempo de implementação e complexidade são atribuídos a cada solução, recebendo pesos baseados na sua relevância. Cada solução é então avaliada e pontuada para determinar a prioridade de implementação. Segundo Saaty (2008), essa metodologia, quando combinada com a análise multicritério (AHP), permite decisões mais objetivas, garantindo que as soluções escolhidas atendam às metas estratégicas do projeto.

Por fim, a análise de custo-benefício é crucial para avaliar a viabilidade econômica das soluções propostas. Esse método compara os recursos necessários com os benefícios esperados, permitindo que decisões sejam tomadas com base em dados concretos. Boardman *et al.* (2018) explicam que essa análise é essencial para identificar soluções que maximizem o retorno sobre o investimento, especialmente em cenários de recursos limitados. Para aplicá-la de forma eficaz, é importante considerar tanto os custos tangíveis (como orçamento e mão de obra) quanto os intangíveis (como impacto na reputação ou satisfação dos *stakeholders*).

Ao combinar essas técnicas, é possível não apenas diagnosticar problemas com maior precisão, mas também desenhar e priorizar soluções que sejam eficazes e viáveis. A integração

dessas abordagens com ferramentas tecnológicas, como software de análise de dados e plataformas de colaboração, pode acelerar ainda mais o processo de melhoria, garantindo resultados significativos em menor tempo. Assim, as organizações podem alcançar maior eficiência operacional, fortalecer as suas relações com *stakeholders* e criar um impacto positivo e duradouro.

3 METODOLOGIA

Para responder à questão da ineficiência do processo de negociação pré-investimento na VC-X, este projeto buscou compreender as características e os desafios desse processo a partir da percepção de empreendedores. Dessa forma, foram selecionados, por conveniência, 20 empreendedores que passaram pelo processo de investimento com concorrentes da VC-X. Os dados foram coletados por entrevistas semiestruturadas com os 20 empreendedores, avaliados a partir de análise de conteúdo (Vaismoradi; Turunen; Bondas, 2013; Stemler, 2000; Krippendorff 2004) e, por fim, consolidados nas etapas do processo. Optou-se por entrevistar tanto empreendedores que passaram por captação do tipo *seed* como *series A* para verificar eventuais diferenças nas características e desafios ao longo do processo. Com isso, espera-se contribuir para informar as decisões relacionadas à melhoria do processo da VC-X.

3.1 Coleta de dados

A coleta de dados foi dividida em duas etapas:

- a) A primeira consistiu em um levantamento dos problemas percebidos pela empresa estudada, a VC-X, ao longo do seu processo de negociação com potenciais empresas a serem investidas. Os dados foram coletados em uma reunião da VC-X, que teve como foco analisar os processos de todos os investimentos realizados. Participaram seis colaboradores da empresa, além dos advogados parceiros da VC-X que atuaram nas negociações. Durante essa reunião, os dados foram coletados para os seguintes temas:
 - a) tempo de duração dos processos;
 - b) principais pontos de atrito e
 - c) possíveis melhorias, para as três fases mencionadas.Os resultados desse levantamento foram explicitados no item 4.1 “Contexto interno na VC-X”, em que está descrito como cada etapa do processo impacta o tempo de negociação e os principais gargalos identificados;
- b) A conclusão da primeira etapa foi base para o desenvolvimento da segunda, que tem como foco compreender a jornada do empreendedor. Nessa, foram realizadas 20 entrevistas com fundadores que já passaram pelo momento de captação de investimentos com fundos de VC, buscando extrair informações do processo como um todo. Metade dos entrevistados já passaram pelo investimento *seed* e a outra metade que já conseguiram chegar no estágio de *series A*, todos eles com fundos de investimento Brasileiros, mas não com o fundo VC-X. Os resultados desse conjunto de entrevistas foram explicitados no item 4.2 “Resultados obtidos e comparações realizadas”, no qual

estão descritos os principais atritos que impactam o tempo de negociação, segundo tais empreendedores.

Enquanto na primeira etapa os dados foram coletados via observação participante em uma reunião da VC-X, na segunda etapa os dados foram coletados via entrevista semiestruturada. De acordo com Quivy e Campenhoudt (2008), as entrevistas semiestruturadas combinam a sistematicidade das perguntas previamente preparadas com a flexibilidade de explorar novos tópicos à medida que a conversa avança, possibilitando uma compreensão mais profunda e contextualizada do objeto de estudo. Essa metodologia é especialmente útil em pesquisas que envolvem processos complexos e em estudos exploratórios em que é importante captar nuances e percepções dos participantes, como é o caso desta análise.

Para a realização das entrevistas com empreendedores *series A* e *seed*, foi elaborado um roteiro semiestruturado. O roteiro foi composto por uma etapa de qualificação do empreendedor e exploração do processo como um todo, seguida de questões mais específicas para a etapa de “*Estruturação*”. O aprofundamento nessa fase do processo foi derivado da análise dos dados coletados na primeira fase (observação participante com a VC-X), em que se identificou a maior criticidade dessa fase (conforme resultados apresentados no item 4.1). O Quadro 4 esclarece os objetivos e as perguntas que compõe o roteiro.

Quadro 4: Roteiro e os seus objetivos

Questionário e suas Intenções		
Objetivo das perguntas	Resumo das perguntas	Macro etapa que a pergunta se refere
Captar a percepção de tempo de duração e esforço dispendido nas macro etapas, além de características básicas do investimento	Delimitar perfil do investimento realizado: quando, quanto, qual estágio de investimento, tipo de estrutura escolhida e percepções gerais de cada etapa do processo	Screening, Evaluation e Structuring
Captar a percepção de pontos de atritos II (relacionados a estrutura da negociação)	Mapear macro processos da negociação: Term Sheet e contrato final foram similares? Teve alguma estrutura obrigatória e qual sua opinião sobre esse tópico? Prefere que tenha obrigações pós closing ou não?	Structuring
Captar a percepção de pontos de atritos II (relacionados a termos que são negociados)	Aprofundar nos termos de um contrato: foi difícil entender o processo entre contratos? De uma lista de 10 termos, ordene de mais a menos importante, faltou algum?	Structuring
Captar a percepção de pontos de atritos III (relacionados ao captable)	Entender a visão que o founder tem do captable: é importante na negociação? É um tópico que gera discussões?	Structuring
Captar a percepções gerais sobre o processo e pontos de melhorias	Buscar aprendizados e percepções: o que mais te ajudou no processo? O que faria diferente? Qual foi a melhor e pior decisão dentro da negociação?	Screening, Evaluation e Structuring

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

As entrevistas com os empreendedores duraram, aproximadamente, 60 a 90 minutos, sendo todas realizadas remotamente via Google Meets. Quando permitido pelo entrevistado, as entrevistas eram gravadas (aproximadamente, 40% foram gravadas). Independentemente da gravação, todas foram realizadas anotações para estudo posterior. As análises do conteúdo foram organizadas no Microsoft Excel, o que permitiu agrupar temas, contar a frequência que apareceram e priorizá-los, conforme abaixo descrito.

Quadro 5: Cronograma das entrevistas

Empreendedor	Duração (min)	Dia da entrevista	Gravação do Áudio	Setor	Ano de Fundação
Seed 1	67	04/10	Não	Saúde	2020
Seed 2	58	07/08	Sim	Financeiro	2022
Seed 3	72	10/10	Sim	Seguros	2023
Seed 4	96	10/10	Não	Benefícios (RH)	2020
Seed 5	81	10/10	Sim	Marketing	2022
Seed 6	83	16/10	Sim	Agronegócio	2021
Seed 7	54	16/10	Não	Financeiro	2020
Seed 8	77	18/10	Sim	Saúde	2021
Seed 9	85	11/11	Não	Saúde	2023
Seed 10	88	12/11	Não	Alimentação	2022
Series A 1	68	06/11	Sim	Saúde	2014
Series A 2	71	08/11	Não	Logística	2017
Series A 3	82	08/11	Sim	Financeiro	2018
Series A 4	84	08/11	Não	Seguros	2017
Series A 5	76	11/11	Sim	Varejo Alimentação	2014
Series A 6	72	11/11	Não	Real Estate	2018
Series A 7	55	12/11	Não	Educação	2019
Series A 8	97	13/11	Não	Marketing	2019
Series A 9	66	14/11	Não	Saúde	2018
Series A 10	81	14/11	Não	Financeiro	2018

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

3.3 Análise dos dados

Ao final de cada entrevista ou após a transcrição, os dados eram analisados, codificados e os temas relacionados a cada questão eram registrados em Excel. A partir da segunda entrevista, foi possível buscar padrões nos temas, os quais eram refinados e registrados com contagem do número de vezes que o tema emergia na conversa.

Quadro 6: Tabela de Codificação

Grupo de empreendedor	Problemas identificados pelos empreendedores	Causa raiz sugerida pelos empreendedores	Frequência que esse problema foi citado	Impacto do problema citado
Seed / Series A	Problema 1	Causa 1	Alto / Médio / Baixo	Alto / Médio / Baixo
Seed / Series A	Problema 2	Causa 2	Alto / Médio / Baixo	Alto / Médio / Baixo
Seed / Series A	Problema 3	Causa 3	Alto / Médio / Baixo	Alto / Médio / Baixo
Seed / Series A	Problema 4	Causa 4	Alto / Médio / Baixo	Alto / Médio / Baixo
Seed / Series A	Problema 5	Causa 5	Alto / Médio / Baixo	Alto / Médio / Baixo
...
Seed / Series A	Problema N	Causa N	Alto / Médio / Baixo	Alto / Médio / Baixo

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

O quadro anterior demonstra como foi realizada a organização dos dados coletados nas entrevistas. A organização dos dados dessa forma permitiu visualizar os principais problemas citados pelos empreendedores, enfatizando a percepção deles diante das consequências geradas pelas ineficiências do processo de negociação. Para a identificação da causa raiz adotou-se o método “os cinco porquês”, utilizado durante as entrevistas e tais insumos foram base para validação posterior. A partir da organização dos dados no Quadro, foi realizada a contagem da frequência que os temas apareceram nas entrevistas e, em seguida, uma classificação em três grupos: alta (acima de 10 citações), média (entre 10-5 citações) e baixa (menos que 5 citações) frequência. Por fim, o impacto foi descrito de maneira qualitativa, a partir da percepção do empreendedor.

Após a análise dos dados, foi realizada uma sessão de apresentação dos resultados na VC-X, seguida de uma atividade de *brainstorm* com integrantes da empresa para sugerir possíveis ações de melhoria do processo de negociação

Em seguida, a fim de ordenar a lista sugerida de ações, foi analisado o impacto que cada solução tem na redução do tempo da negociação e o esforço necessário para implantar a proposta idealizada, sendo criada uma priorização para guiar a implantação ao longo do tempo das sugestões propostas, conforme ilustrado no Quadro 7.

Quadro 7: Metodologia para priorizar soluções

Problemas validados pelos investidores	Causa raiz validada pelos investidores	Soluções idealizadas pelos investidores	Impacto da solução na redução do tempo de negociação	Esforço para implantar solução idealizada	Tempo previsto para implantação
Problema 1	Causa 1	Solução 1	Alto	Alto	Médio prazo
Problema 2	Causa 2	Solução 2	Alto	Médio	Curto prazo
Problema 3	Causa 3	Solução 3	Alto	Baixo	Curto prazo
Problema 4	Causa 4	Solução 4	Médio	Alto	Longo prazo
Problema 5	Causa 5	Solução 5	Médio	Médio	Médio prazo
...	...	...	Médio	Baixo	Curto prazo
...	...	...	Baixo	Alto	Não prioridade
...	...	...	Baixo	Médio	Não prioridade
Problema N	Causa N	Solução N	Baixo	Baixo	Longo prazo

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

Vale mencionar que os resultados gerados a partir desse conjunto de passos, foram explicitados no item 5. “Proposição de soluções”.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta sessão, serão apresentados o contexto da VC-X e os resultados das entrevistas e as análises delas derivadas. O contexto interno na VC-X informa os resultados das análises realizadas na empresa que deram origem ao problema enunciado deste trabalho. No tópico “4.2.3 Priorização de causas raiz”, explicita-se as causas raiz extraídas da coleta de dados e os seus impactos no processo de negociação.

4.1 Contexto interno da VC-X

No início de 2024, os analistas e os sócios da VC-X notaram uma crescente demora nas negociações de investimento. Diante desse cenário, foi realizado um estudo para identificar os possíveis gargalos ao longo das etapas de todo o processo de análise e negociação que pudessem impactar a sua duração. Descreve-se, a seguir, essa análise, a partir de três etapas: “*Triagem*”, “*Avaliação*” e “*Estruturação*”.

- a) “*Triagem*”: é a primeira etapa do processo e envolve a análise inicial de empresas que buscam captar recursos. O seu objetivo é filtrar *startups* que estejam alinhadas com a tese de investimento do fundo, considerando fatores como estágio de maturidade, setor de atuação e potencial de crescimento. Essa fase, em geral, dura de 1 a 2 semanas, dependendo da troca de informações entre a empresa e o investidor. Os principais atores dessa etapa são os analistas do fundo, que realizam reuniões iniciais com os fundadores para avaliar o alinhamento estratégico. Um gargalo comum identificado nesta fase foi a falta de clareza por parte das startups na apresentação de dados críticos, como o *pitch deck*, projeções financeiras e métricas de desempenho. Essa carência pode levar a várias iterações de solicitações de informações adicionais, o que atrasa o andamento para as próximas etapas em uma semana, no máximo;
- b) “*Avaliação*”: a etapa de “*Avaliação*” é mais detalhada e envolve a análise profunda da *startup* selecionada no “*Triagem*”. Nessa fase, são realizados estudos sobre o mercado, o produto ou serviço, a equipe fundadora, os competidores e as finanças da empresa. Foi levantado que, no VC-X, esta etapa dura em média seis semanas e, com os atrasos recentes, teve um aumento para oito semanas (33,3%). Isso ocorre por ser um momento que depende de interações mais frequentes entre o fundo e a *startup*, além de consultas a especialistas e potenciais parceiros do mercado. Ao analisar o histórico do

VC-X, os gargalos identificados mais comuns foram: desconhecimento frente ao mercado que a empresa estava inserida (o que significou muitas reuniões entre investidores, fundadores e especialistas para compreender a dinâmica do setor) e análise financeira (especialmente em áreas com documentação incompleta ou inconsistências nos dados apresentados);

c) “Estruturação”: a “Estruturação” é a etapa final, que ocorre após a aprovação da startup no processo de “Avaliação”. Vale ressaltar que, avançar até a etapa final não é tão comum. No caso do fundo VC-X, entre todas as 3.300 empresas analisadas em “Triagem”, somente 13 delas chegaram a “Estruturação”, (e 11 delas obtiveram o investimento) o que corresponde aproximadamente à 0,39% de todo fluxo de oportunidades, evidenciando ainda mais a importância desse momento. Nessa etapa normalmente, são negociados os termos presentes no *term sheet* e o acordo final do contrato (como a participação acionária, cláusulas de governança, direitos de preferência e obrigações pós-closing). O tempo médio desta etapa apresentou a maior variação – historicamente, deveria ocorrer em até 5 semanas, mas recentemente tem levado até 11 semanas, o que evidencia uma considerável participação na ineficiência do processo geral. Os atores centrais nesta etapa incluem advogados de ambas as partes, os fundadores e os gestores do fundo. Os gargalos mapeados mais críticos envolveram discordâncias sobre cláusulas específicas e discussões de *valuation*, que exigiram várias rodadas de renegociações.

De acordo com os três momentos apresentados, foi determinado que a macro etapa que necessitava de mais atenção e entendimento, era a etapa de “Estruturação”. No Quadro 8, é possível visualizar o tempo médio gasto (em verde) por cada etapa, e quanto cada processo durou no seu cenário mais longo (em cinza).

Quadro 8: Análise temporal dos investimentos históricos VC-X

Processo Único	Etapas e suas durações até o investimento (VC-X)																						
Semanas	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
Processo Total																							
Screening	1	2	3																				
Evaluation				1	2	3	4	5	6	7	8												
Structuring													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11

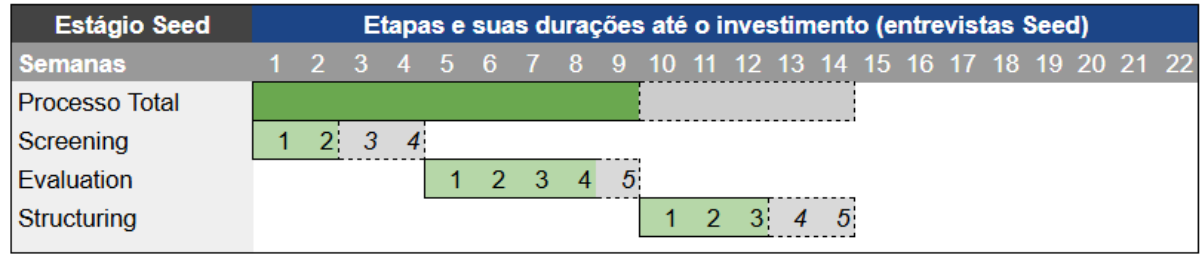
Fonte: Elaborado pela autora (2024)

O tempo dispendido em “*Estruturação*” foi uma surpresa para os membros da VC-X, pois ao contrário do “*Avaliação*” (que é uma etapa que envolve muitos terceiros e análises), não é uma fase que deveria demorar tanto. Além do fator tempo, a “*Estruturação*” foi escolhida por ser uma etapa sensível no desenvolvimento do relacionamento com os fundadores. Assim, era de interesse do fundo VC-X entender como seu processo ocorre e quais são os seus pontos de gargalo, a fim de melhorar não só o tempo em si, mas também garantir que essa etapa crucial seja feita da melhor maneira possível.

4.2 O processo segundo os empreendedores

Os dados coletados nas entrevistas com empreendedores (tanto *series A* como *seed*) que receberam investimento de outros fundos concorrentes reforçaram que a etapa de “*Estruturação*” era mesmo a que tem maior oportunidade de melhoria de eficiência. Em função do diagnóstico preliminar realizado em conjunto com VC-X, as entrevistas se concentraram nessa etapa, como está refletido nas questões do roteiro, disponível no Anexo A. Os Quadros 9 e 10 demonstram o tempo médio de cada etapa (em verde) e o tempo máximo do processo, segundo empreendedores investidos por outros fundos.

Quadro 9: Análise temporal dos investimentos *seed*



Nota: Em verde, o tempo médio e, em cinza, o tempo máximo.
Fonte: Elaborado pela autora (2024)

Quadro 10: Análise temporal dos investimentos *series A*

Estágio Series A	Etapas e suas durações até o investimento (entrevistas Series A)																					
Semanas	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Processo Total																						
Screening	1	2	3	4																		
Evaluation					1	2	3	4	5	6	7											
Structuring												1	2	3	4	5	6					

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

Essa análise do tempo das etapas evidencia que:

- o tempo médio (em verde) do processo completo leva por volta de 2-3 meses para a sua conclusão;
- de fato, a VC-X possui ineficiência no seu processo, operando entre 29% - 57% mais lento que o citado pelos entrevistados (no pior cenário indicado em cinza), principalmente na etapa de “Estruturação”, o que valida a análise interna realizada;
- existe uma diferença notável entre o tempo médio global citado pelos empreendedores *seed* quando comparado aos de *series A*, podendo indicar que dentro desses processos existem etapas distintas e que poderiam ser tratadas de maneiras diferentes. Vale lembrar que no fundo VC-X é utilizado um único processo, sendo assim, é possível que a sua ineficiência também, entre motivos, seja gerada a partir dessa padronização em operações distintos.

No tópico a seguir, foram explorados os principais problemas em cada etapa, os seus impactos e possíveis causas raiz, segundo fundadores que captaram recursos na etapa *seed* e fundadores que captaram na etapa *series A*.

4.2.1 Entrevistas com fundadores que captaram na etapa *seed*

De maneira geral, para o empreendedor *seed*, o “*Triagem*” é a etapa inicial em que os fundos de VC avaliam o momento das *startups* com as suas teses de investimento. Foi apontado, por mais da metade dos fundadores, que ao longo do processo houve os seguintes problemas:

- Falta de clareza sobre os critérios de seleção por parte dos fundos: determinados empreendedores relataram não saber exatamente o que esperar nas primeiras interações

com fundos de investimento, dado diferentes tipos de interações com VCs que investem no mesmo estágio,

alguns já marcavam várias reuniões para conhecer times de produto/tecnologia, outros solicitavam somente o kit de informações após um bate-papo rápido e alguns nem reunião tinha, a negativa vinha após a leitura do *pitchdeck*. Como cada fundo pode ser tão diferente (*seed 3*, 2024).

Os entrevistados tendem a concordar entre eles, ao afirmarem que o ator responsável por esse problema são os fundos e que eles poderiam alinhar o que será solicitado logo na primeira reunião. Ademais, o impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como baixo para médio por eles;

b) Rejeições tardias após várias interações iniciais: foi mencionado, que, por vezes, os fundos demoravam semanas para enviar um e-mail de negativa sem muito esclarecimento do porquê. “Infelizmente é mais comum do que você imagina, receber um e-mail sem entender exatamente como melhorar para falar com o próximo fundo”, afirma o *seed 5*. Foi apontado que a falta de organização ou o trabalho em excesso aos fundos são os principais causadores desse problema. O seu impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como baixo por eles, apesar de um alto desgaste emocional.

Já a avaliação (“*Avaliação*”) é a etapa na qual os fundos realizam uma análise aprofundada da *startup*. Isso inclui *diligência* análise financeira, jurídica e operacional, além de consultas a especialistas de mercado. Embora essencial, essa etapa apresentou várias dores para os fundadores e as duas mais citadas foram:

a) Demandas por materiais adicionais não especificados anteriormente: empreendedores afirmaram ser comum, além de pedidos de dados financeiros, os fundos pedirem informações sobre mercado/concorrência/produto, sem uma ordem clara.

Fico animado quando fundos engajam pedindo informações, mas seria legal se houvesse um alinhamento de *timing* antes de soltar pedidos diferentes todas as semanas, imagina como é difícil o time de dados focar em atender os fundos enquanto atendem os clientes ao mesmo tempo (*seed 6*, 2024).

Os entrevistados concordam, que, por vezes, a análise é orgânica e, naturalmente, haverá novos pedidos, porém, a falta de alinhamento prévio foi elencada como um dos principais motivos para o ocorrido. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como médio para alto por eles;

b) Ausência de dados e de documentação estruturada no formato solicitado na etapa de diligência por diversos fundos: foi mencionado diversas vezes que a falta de agilidade para enviar as informações no formato solicitado foi um problema interno que gerou atrasos no processo. Quando questionados, a maioria afirmou não saber quais seriam os dados solicitados e, mesmo quando sabiam, não tinham eles organizados, dado o pouco foco interno de realizar esses estudos antes de serem provocados pelos fundos. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como médio por eles.

Quando analisada a fase de “*Estruturação*”, os fundadores mencionaram que, frequentemente, havia reuniões entre advogados, até chegar num consenso das cláusulas. Na visão da maioria dos fundadores, essa etapa era só a formalização dos acordos feitos até ali. Todos eles ficaram surpresos com a demora para concluir o processo de investimento, como se destaca nos itens seguintes:

a) Diferenças entre o *Term Sheet (TS)* e o contrato final: foi mencionado que, frequentemente, apresentaram diferenças importantes entre os documentos, o que gerou gargalos inesperados no processo de negociação. Como destacado em umas das falas de um dos entrevistados – *seed 2*, “o contrato final trouxe mudanças relevantes nas cláusulas de vetos, algo que não estava claro no *Term Sheet*, além de pegar de surpresa foi um ponto que discutimos bastante na minuta final”. Outros empreendedores mencionaram que a introdução de obrigações pós-assinatura de contrato atrasou significativamente a conclusão do investimento, como foi o caso do *seed 1*, “não esperávamos que cláusulas como métricas de governança fossem adicionadas no contrato final, o que gerou mais discussões entre os advogados”. Quando questionados, os empreendedores entendem que o processo de negociação terá idas e vindas, mas acreditam que falta alinhamento de expectativas sobre os termos e antes da elaboração do *term sheet*, deveria ser um padrão dentro do *vesture capital*. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como alto por eles, além de enfatizar o desgaste emocional;

b) Falta de entendimento sobre o contrato: para maioria entrevistada, os empreendedores nunca passaram pelo processo de investimento antes. Dessa forma, não se sabia o que era um contrato padrão, quais eram as cláusulas de mercado ou o que investigar de fato, gerando muitas reuniões entre os advogados de ambas as partes. Como foi o caso do *seed 9*, “Não vou mentir, realmente não sabia nem qual era o formato de um mútuo conversível antes de receber a proposta do fundo que investiu na gente. Comecei a ler e já liguei pro meu advogado pra passar com ele as cláusulas”. Muitos afirmaram que deveriam ter se preparado mais antes do processo começar, além de também buscar um advogado com mais experiência em negociações de *venture capital*. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como médio por eles;

c) Conflitos sobre o *cap table*: foi relatado que conversar sobre a estrutura do *cap table* era mais frequente do que imaginado, principalmente sobre o desconhecimento de cláusulas de gatilhos já existentes na companhia, que são termos que determinam uma meta e se ela for alcançada algum sócio tem direito a mais participação, por exemplo. A falta de alinhamento por parte dos próprios empreendedores com os investidores foi apontada como fonte causadora desse problema, não por desorganização, mas por falta de conhecimento do que deveria informar além das participações societárias. Como mencionou o *seed 7*, “um *cap table* mais organizado desde o início teria adiantado o processo em semanas. O que eu aprendi nesse processo e falo para todo empreendedor é, não esqueçam nunca, as letrinhas que acompanham um *cap table* são mais importantes que os números”. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como médio por eles;

d) Renegociações de termos e condições nos contratos: 70% dos fundadores mencionaram que as revisões frequentes durante a negociação geraram custos adicionais e desgaste emocional, especialmente devido à falta de previsibilidade no processo. Conforme *seed 1*: “as cláusulas de governança precisaram ser revisadas várias vezes, o que nos custou mais que dinheiro e tempo. Foi um processo longo e necessário, mas que sem dúvida impactou o meu foco na operação da companhia”. Novamente, a falta de alinhamento de expectativas sobre os termos, foi a fonte causadora mais citada. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como alto por eles.

4.2.2 Entrevistas com fundadores que captaram na etapa *series A*

De maneira similar, ao *seed*, alguns empreendedores trouxeram uma visão geral do processo nas perguntas abertas. Observam-se alguns pontos mencionados em “*Triagem*” e “*Avaliação*”:

Os empreendedores *series A* relataram novas dores na fase de “*Triagem*”, destacando a necessidade de um processo mais ágil e estruturado:

a) Excesso de reuniões preliminares sem objetividade: foi mencionado que fundos frequentemente solicitam múltiplas interações iniciais com diferentes equipes (produto, finanças, operações), mas sem esclarecer sobre o propósito ou os critérios utilizados para avaliação, como cita o entrevistado *series A3* - “Chegamos a ter cinco reuniões com um fundo antes de receber qualquer *feedback*. Parece que eles só queriam se aprofundar em tudo antes de decidir se valia a pena”. Muitos afirmaram que o ideal seria haver um alinhamento desde o início sobre o prazo de retorno em relação ao nível engajamento do fundo para com o investimento. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como baixo por eles, apesar do desgaste emocional citado.

No *series A*, a etapa de “*Avaliação*” é mais rigorosa, pois os fundos esperam maior maturidade e consistência nos dados, destacando a necessidade de comprovar a escalabilidade:

a) Desafios para comprovar escalabilidade operacional: o tempo gasto para explicar todas as alavancas de crescimento, atuais e futuras, e os seus *unit economics*¹ foi um ponto de atenção comentado por mais de 40% da base de empreendedores, mencionando como o processo de análise financeira/operacional pode ser moroso. Como destaca o entrevistado *series A6* –

Eu cheguei a fazer 4 versões de *Business Plans*, trazendo cenários e visões diferentes para diferentes fundos. Quatro é insano! A pior parte é que alguns *outputs* desses cenários nem eram tão diferentes entre si, foi mais pra testar hipóteses, mas que no final nem mexeu ponteiro na decisão do fundo.

¹ A *Unit economics* se refere à análise dos fundamentos financeiros de uma unidade individual de um negócio, como um produto, serviço ou cliente.

Quando questionados, foram levantadas duas possíveis fontes causadoras, a excessividade de preciosismo nas análises dos fundos e o desconhecimento geral do fundo sobre um mercado complexo, como mencionou o *series A5*,

Saúde é complexo, não tem como. É diferente falar com fundo que conhece a dinâmica de mercado, você já conhece pelas perguntas se eles têm noção do quão diferente pode ser. Nada contra, sei que parte do processo é o aprendizado para os fundos, mas sem dúvidas isso impactou o tempo de análises de alguns fundos.

De modo geral, o impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como médio por eles.

A etapa de “*Estruturação*” na *series A* é mais complexa do que no *seed*, pois os contratos incluem cláusulas adicionais e discussões mais técnicas. As dores nessa fase refletem o amadurecimento da negociação:

a) Diferenças entre o *Term Sheet* e o contrato final: um gargalo que também foi enfatizado no grupo *seed*. Embora o *Term Sheet* fosse mais detalhado para o grupo *series A*, as diferenças no contrato final ainda geraram ajustes técnicos prolongados. Segundo *series A8*, “os direitos de governança detalhados no contrato final não estavam claros no *Term Sheet*, o que nos forçou a renegociar”. Quando questionados, acredita-se que algumas reuniões de alinhamento e esclarecimento de expectativas já seriam suficientes para acelerar o processo. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como alto por eles;

b) Falta de conhecimento da complexidade na estrutura de investimento (mútuo vs *equity*): foi citado que a escolha entre *equity* e mútuo teve impacto direto no tempo de negociação. Fundadores via mútuo relataram processos mais rápidos inicialmente, mas com complexidades na etapa de definição dos termos pós conversão, enquanto os via *equity* enfrentaram discussões mais detalhadas desde o início. O entrevistado *series A3*, por exemplo, questionou-se quanto à decisão pelo *equity*. “Entendo que nesse estágio é comum os fundos optarem pelo *equity*, mas minha última experiência com o mútuo foi muito mais rápida e mais barata. Tinha momentos que só queria sugerir algo mais simples pra avançar na negociação [risos]”. Quando questionados sobre a origem do problema, citaram a própria falta de entendimento da complexidade em médio prazo

sobre a escolha da estrutura do investimento. De modo geral, o impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como médio por eles;

c) Renegociações de termos e condições nos contratos: similar ao que foi citado pelo grupo *seed*, foi mencionado que discussões de termos foram o principal causador de atrasos nas negociações, principalmente sobre governança e veto *rights*. Eles afirmaram que a falta de alinhamento prévio foi uma grande causa raiz e identificaram o impacto no tempo médio total de negociação como alto;

d) Conflitos no *cap table*: também foi citado pelo grupo como destaque, visto como um elemento central que tem impacto direto na estabilidade societária e no alinhamento estratégico. Fundadores via *equity* destacaram que o *cap table* foi essencial para garantir direitos de governança e evitar diluição excessiva, como o *series A2*, “um *cap table* bem estruturado pré-investimento foi crucial para a negociação e para manter nossa posição acionária estável”. O gargalo mencionado por 30% dos entrevistados foi o entendimento das cláusulas já estabelecidas por investidores antigos e minoritários no *cap table*, relatando que essas cláusulas geraram discussões extensas com os advogados, aumentando os custos e o tempo de negociação. Similar ao grupo anterior, a falta de alinhamento por parte dos próprios empreendedores com investidores foi apontada como fonte causadora desse problema, não por desorganização, mas por falta de conhecimento do que deveria informar além das participações societárias. O impacto no tempo médio total de negociação foi classificado como alto por eles;

e) Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante: apesar da existência do “líder da rodada”, que é um conceito de *venture capital* que define qual fundo explicitará os termos que todos devem acatar durante o investimento, ainda foi notado um descontamento de 30% dos entrevistados frente a uma demora excessiva para definir/alinhar condições de investimentos entre fundos. Como foi mencionado pelo *series A10*, “cada fundo tinha uma visão diferente das cláusulas, o que dificultava manter um cronograma claro de próximos passos, além de criar um *looping* quase infinitos de e-mails entre advogados de todas as partes”. Eles afirmaram não saber exatamente qual a causa que gera essa dinâmica, mas identificaram o impacto no tempo médio total de negociação como médio.

De acordo com a metodologia e com os pontos explicitados acima, foi possível elaborar o Quadro 11, que sintetiza os principais problemas e impactos mencionados nas entrevistas para a etapa mais significativa da análise, a “*Estruturação*”. Para ver entregável completo com os problemas das outras etapas, veja o Anexo C - “Visão Completa de Problemas e Soluções”.

Quadro 11: Problemas sintetizados em “*Estruturação*” (passo 1)

Grupo de empreendedor	Problemas identificados pelos empreendedores	Causa raiz sugerida pelos empreendedores	Frequência que esse problema foi citado	Impacto do problema citado
Seed e Series A	Renegociação de termos nos contratos	Falta de reuniões de alinhamento sobre os principais termos, antes do recebimento do TS	Seed: alto Series A: alto	Seed: alto Series A: alto
Seed e Series A	Diferenças entre o TS e o contrato final	Falta de reuniões de alinhamento sobre os principais termos, antes do recebimento do TS	Seed: médio Series A: médio	Seed: alto Series A: alto
Seed e Series A	Conflitos de <i>captable</i>	Falta de alinhamento do lado do empreendedor para com o investidor, dado a ausência de informações chaves que deveriam ter sido compartilhadas	Seed: médio Series A: médio	Seed: médio Series A: alto
Somente Seed	Falta de entendimento dos empreendedores sobre os contratos	Pouca preparação própria dos empreendedores durante o processo de negociação sobre esse tópico	Alto	Médio
Somente Series A	Falta de entendimento dos empreendedores sobre as estruturas (<i>mútuo x equity</i>)	Pouca preparação própria dos empreendedores durante o processo de negociação sobre esse tópico	Baixo	Médio
Somente Series A	Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante	Não souberam identificar	Baixa	Médio

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

A partir da tabela acima, pode-se destacar tanto semelhanças quanto as diferenças presentes entre os grupos estudados, tais como:

- ambos os grupos convergem em 50% sobre os principais atritos mencionados, com muitas semelhanças entre as percepções de impacto, frequência e causas raiz;
- já os outros 50% representam problemas específicos de cada grupo, como é o caso na demora de negociação com mais de um fundo e falta de entendimento sobre o impacto da escolha de estrutura (*mútuo vs. equity*) no restante da negociação, evidenciando o aumento de complexidade da negociação, conforme os estágios de investimento avançam.

Quando observados na literatura, os problemas apontados pelos grupos de empreendedores são recorrentes e amplamente discutidos, como podemos ver alguns exemplos a seguir:

a) Renegociação de termos nos contratos: como mencionado, esse problema gera atrasos, causando consequências em curto, médio e longo prazo para ambos. Christensen (1997) explora o impacto ao empreendedor, quando menciona que o tempo gasto em renegociações pode desviar os fundadores das suas prioridades operacionais, prejudicando o desempenho da *startup*. Já Kaplan e Strömberg (2003) destacam a necessidade de todos estarem alinhados entre si e em relação ao mercado. Eles mencionam que as renegociações são inevitáveis quando os contratos iniciais não refletem adequadamente os riscos ou condições do mercado, gerando a necessidade de revisões posteriores;

b) Diferença entre o *term sheet* e o contrato final: é natural ocorrer poucas mudanças entre os documentos, como menciona Christensen (1997), já que as diferenças no contrato final refletem ajustes para mitigar riscos identificados durante a *diligência*. O que é necessário evitar são mudanças estruturais, pois como alerta Ries (2011), o desalinhamento demasiado entre o *Term Sheet* e o contrato final pode ser particularmente problemático, pois compromete a previsibilidade do processo de negociação. Por vezes, essas mudanças estruturais são reflexos de falta de alinhamento ou detalhamento, como explicam o Kaplan e Strömberg (2003), ao destacarem que a transformação de termos gerais em cláusulas detalhadas no contrato final pode levar a revisões significativas, especialmente se o *Term Sheet* não abordar todas as possíveis contingências;

c) Conflitos no *cap table*: citado por ambos os grupos, é um problema que pode ser estrutural e se não corrigido a tempo, pode impactar captações futuras. Como mencionam Hellmann e Puri (2002), ajustes no *cap table* para corrigir problemas herdados de rodadas *seed* são comuns e, frequentemente, complicam as negociações. Após a sua organização não só as negociações ficam mais simples, como também o alinhamento de ambas as partes aumenta. Como explicitado por Kaplan e Strömberg (2003), um *cap table* bem estruturado garante que os direitos dos investidores estejam protegidos sem comprometer o controle dos fundadores;

d) Falta de entendimento dos empreendedores sobre os contratos: mencionado pelo grupo *seed*, as diferenças de entendimentos entre as partes geram desníveis de expectativas, principalmente para empreendedores menos experientes. Blank e Dorf (2012) afirmam que essas diferenças prolongam as negociações, já que os fundadores precisam de tempo adicional para entender e negociar termos desconhecidos. Ries (2011) reforça essa limitação, ao discutirem como os empreendedores que não compreendem os contratos frequentemente enfrentam dificuldades para avaliar cláusulas-chave, o que resulta em negociações mais longas e desgastantes, impactando no tempo e na eficiência do processo, além de gerar custos adicionais;

e) Falta de entendimento dos empreendedores sobre as estruturas (mútuo x *equity*): citada pelo grupo *series A*, a escolha entre mútuo e *equity* pode parecer simples, mas sua complexidade técnica frequentemente confunde os empreendedores. Christensen (1997) aponta que a falta de compreensão das estruturas financeiras disponíveis prejudica o alinhamento inicial, podendo levar a mal-entendidos e atrasos significativos nas negociações. Essa dificuldade pode criar barreiras para o fechamento do contrato, como também comenta o Kaplan e Strömberg (2003), ao dizerem que a escolha entre mútuo e *equity* impacta diretamente a velocidade da negociação e a estrutura do contrato final;

f) Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante: citada pelo grupo *series A*, as negociações envolvendo múltiplos fundos podem ser particularmente demoradas, devido às diferentes expectativas e requisitos de cada parte. Kaplan e Strömberg (2003) observam que a falta de consenso entre fundos participantes sobre cláusulas contratuais pode criar ciclos prolongados de revisão, atrasando significativamente o fechamento do contrato. Esse problema aumenta os custos para todas as partes envolvidas, como reforçam o Gompers e Lerner (2001), ao mencionarem que a coordenação entre fundos com objetivos diferentes é crucial para evitar atrasos que possam comprometer a execução do investimento.

4.2.3 Priorização da causa raiz

Os problemas identificados foram analisados para definir a prioridade de enfrentamento. O índice de priorização foi determinado a partir da análise qualitativa de três indicadores: ator causador do problema, frequência de ocorrência do problema identificado e impacto do tempo da negociação. A régua de intensidade alto-médio-baixo foi usada como parâmetro para a classificação. Além disso, foi realizada a classificação dos problemas segundo o ator por eles responsável. Assim, quando analisado o ator responsável, o investidor foi colocado no topo da lista, dado que o objetivo do estudo era identificar problemas que possam ser resolvidos pela empresa VC-X. Esse critério é crucial para determinar a viabilidade de resolução. De acordo com Kaplan e Strömberg (2003), a responsabilidade deve ser claramente atribuída para alinhar expectativas e garantir *accountability* no processo de resolução. A frequência de ocorrência do problema foi o segundo indicador mais relevante, pois podem indicar falhas sistêmicas. Segundo Slack, Chambers; Johnston (2007), a repetição de problemas pode ser um sintoma de desequilíbrios operacionais mais profundos, que exigem atenção imediata. Por fim, o impacto foi analisado, visto que ele é o pilar que traz a relevância do problema na negociação. No impacto, avaliou-se a gravidade das consequências geradas pelo problema, considerando aspectos como custos e/ou tempo. Como ressaltado por Campos (1999), o impacto de um problema deve ser mensurado não apenas pelo dano imediato, mas também pelas consequências em médio e longo prazo.

Após classificar os problemas por prioridade, os resultados foram apresentados à equipe da VC-X. Em conjunto com a empresa, foi realizada uma análise de Benchmarking e análise dos “5 Porquês”. Essas ferramentas permitiram identificar padrões de comportamento, estruturar os problemas para ser possível propor soluções práticas, que minimizem os gargalos do processo de negociação entre fundos de *venture capital* e empreendedores. Conforme destaca Campos (1999), o uso de ferramentas estruturadas possibilita identificar e priorizar os fatores mais críticos em processos complexos.

A “Análise de *Benchmarking*” foi utilizada a partir de dois pilares: a) ao colher os relatos do ponto de vista dos empreendedores, foi possível identificar indiretamente como os outros fundos de investimento operam e b) a presença consultiva dos advogados do fundo VC-X nessa reunião foi de extrema importância para balizar, sem nenhuma quebra de contrato, a percepção de mercado de ambos pontos de vista (investidor e empreendedor), dado que os advogados operam em *venture capital* por décadas, servindo tanto fundos quanto os empreendedores, em todos os estágios de investimento, dentro e fora do país.

Já a aplicação dos “Cinco Porquês” foi fundamental para investigar questões mais profundas, como as diferenças entre *Term Sheets* e contratos finais, a falta de entendimento sobre cláusulas técnicas e a identificação das causas raiz das revisões frequentes durante a negociação. Nesses casos, essa ferramenta foi aplicada da seguinte forma, conforme o Quadro 12.

Quadro 12: Utilização dos 5 porquês durante entrevista e análise interna VC-X (passos 1 e 2)

Metódo aplicado	Questionamento	Respostas
Primeiro porquê	por que as revisões frequentes acontecem?	porque os termos prioritários não estavam alinhados desde o início
Segundo porquê	por que os termos prioritários não foram alinhados desde o início?	porque os advogados das partes tinham diferentes interpretações das cláusulas de governança e veto
Terceiro porquê	por que havia diferentes interpretações das cláusulas de governança e veto?	porque não houve uma reunião inicial para discutir os principais termos do contrato
Quarto porquê	por que não foi realizada uma reunião inicial para discutir os principais termos?	porque os fundos assumiram que os advogados dos empreendedores já estariam familiarizados com as cláusulas padrão de mercado
Quinto porquê	por que os advogados dos empreendedores não estavam familiarizados com as cláusulas padrão?	porque os empreendedores, especialmente em rodadas seed, não tinham experiência prévia em negociações institucionais.
Conclusão		problema não estava apenas nas revisões em si, mas na falta de um alinhamento inicial estruturado entre as partes

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

Dessa maneira, o Quadro 13 foi estruturada a partir das discussões internas no fundo VC-X, guiadas pelos pontos acima, sendo validada e priorizada a lista de problemas.

Quadro 13: Problemas validados e priorizados (passo 2)

#	Grupo de empreendedor	Problemas identificados pelos empreendedores	Causa raiz sugerida pelos empreendedores	Validação da causa raiz sugerida	Ator responsável pela causa raiz	Frequência que esse problema foi citado	Impacto do problema citado	Prioridade Seleccionada
1	Seed e Series A	Renegociação de termos nos contratos	Falta de reuniões de alinhamento sobre os principais termos, antes do recebimento do TS	Concordam	Investidor	Alto	Alto	Alta
2	Seed e Series A	Diferenças entre o TS e o contrato final	Falta de reuniões de alinhamento sobre os principais termos, antes do recebimento do TS	Concordam	Investidor	Médio	Alto	Alta
3	Seed e Series A	Conflitos de <i>cap table</i>	Falta de alinhamento do lado do empreendedor para com o investidor, dado a ausência de informações-chaves que deveriam ter sido compartilhadas	Concordam, mas acreditam que o investidor pode instruir de maneira mais efetiva essa etapa do processo	Empreendedor	Médio	Alto	Médio
4	Somente Seed	Falta de entendimento dos empreendedores sobre os contratos	Pouca preparação própria dos empreendedores durante o processo de negociação sobre esse tópico	Concordam, mas acreditam que o investidor pode instruir de maneira mais efetiva essa etapa do processo	Empreendedor	Alto	Médio	Médio
5	Somente Series A	Falta de entendimento dos empreendedores sobre as estruturas (<i>mútuo x equity</i>)	Pouca preparação própria dos empreendedores durante o processo de negociação sobre esse tópico	Discordam, acreditam que é de responsabilidade conjunta a falta de esclarecimento sobre as estruturas	Ambos	Baixo	Médio	Baixo
6	Somente Series A	Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante	Não souberam identificar	Falta de alinhamento prévio entre os 3 atores (empreendedor, investidor líder e investidor "segundo")	Investidores	Baixa	Médio	Baixo

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

A partir da construção acima, fica clara a percepção do VC-X em relação ao levantamento do ponto de vista dos empreendedores, tanto dos pontos de concordância quanto de divergência, como:

- (i) Ambos concordam nas causas raiz de um terço do levantamento, em que a principal fonte é a falta de reuniões de alinhamento sobre os principais termos, antes do recebimento do *term sheets*;
- (ii) O segundo terço das causas raiz também teve concordância entre a visão do empreendedor e do fundo VC-X. Com algumas ressalvas, foram os casos de conflito de *cap table* e a falta de entendimento dos fundadores sobre contratos. Nessas situações, ambos concordam que o ator responsável foi o empreendedor, mas o fundo VC-X acredita que é seu papel instruir de maneira mais efetiva essas etapas do processo, podendo, assim, guiar os fundadores;
- (iii) Por fim, o último terço representou um posicionamento mais forte do VC-X, nos casos de falta entendimento dos empreendedores sobre as estruturas (*mútuo x equity*) e demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante. O VC-X

acredita que essas são etapas complexas e que as suas fontes causadoras são a falta de esclarecimento e alinhamento entre os *stakeholders*.

Vale ressaltar que, quando os colaboradores do fundo VC-X analisaram com profundidade o contexto levantado pelos empreendedores sobre os problemas #1 e #2 (renegociação de termos nos contratos e diferença entre o *term sheet* e o contrato final, respectivamente), foram identificadas certas diferenças em termos e condições mais relevantes para cada grupo. Tais diferenças são destacadas na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1: Comparação dos principais termos para diferentes grupos de empreendedores:

#	Termos ordenados em nível de importância para Seed	Termos ordenados em nível de importância para Series A
1	Vesting (10 votos)	Direito de Governança (10 votos)
2	Lock-up (10 votos)	Liquidation Preference (10 votos)
3	Direito de Governança (10 votos)	SOP (8 votos)
4	Liquidation Preference (8 votos)	Lock-up (7 votos)
5	SOP (7 votos)	Vesting (7 votos)
6	Indenização (6 votos)	Direito de Pro Rata (6 votos)
7	Dedicação Exclusiva (6 votos)	Indenização (5 votos)
8	Tag Along (5 votos)	Anti-diluição (5 votos)
9	Drag Along (5 votos)	Dedicação Exclusiva (3 votos)
10	Direito de Pro Rata (3 votos)	Tag Along (3 votos)
11	Anti-diluição (0 votos)	Drag Along (3 votos)
12	Information Rights (0 votos)	Information Rights (3 votos)

Fonte: Elaborada pela autora (2024)

Esse contexto foi extraído no momento da entrevista, quando foi questionado aos fundadores os momentos de investimento, (*seed e series A*), em uma lista de 12 termos, quais eram os 7 mais importantes para eles (ou para a empresa) e por qual motivo. Para consumir análise extensa da votação e as suas motivações, veja o Anexo B - Principais termos e seus Impactos.

Essas diferenças de votação refletidas acima não mostram somente preferências distintas por termos específicos, dado que cada termo caminha atrelado a tipos específicos de ações por parte do fundo ou do empreendedor. Na verdade, essas discrepâncias são indícios que as micro etapas entre um investimento *seed* e *series A* têm divergências e, dessa forma, deveriam ser tratados com processos distintos pelo fundo de VC-X.

Por fim, após as discussões internas do fundo VC-X, as entrevistas com fundadores e as análises dos dados, as principais conclusões sobre a ineficiência do processo voltaram-se para três pontos: (i) necessidade de processos distintos para estágios distintos de investimento; (ii) necessidade de alinhamento prévio sobre timing de todo processo de negociação com fundadores; (iii) necessidade de esclarecimento sobre cláusulas prévio com fundadores. A próxima sessão explorou como endereçar as necessidades e problemas mencionadas acima.

5 PROPOSIÇÃO DE SOLUÇÕES

Com a lista de problemas e causas raiz priorizadas, os colaboradores da VC-X se reuniram novamente para discutir e analisar quais seriam as soluções mais eficientes para combater o recente aumento de até 70% no tempo da negociação dos termos e condições de um investimento. Nessa sessão de trabalho, foram explicitadas ideias, priorizações e implantações das sugestões, além das limitações do estudo.

5.1 Proposição e priorização de soluções

Como mencionado acima e na sessão de metodologia, após a criação de uma tabela com os problemas e causas raiz ordenados, será realizada uma sessão de *brainstorm* com todos os colaboradores do VC-X. Em um primeiro momento, foi discutido livremente soluções que poderiam ajudar a mitigar os gargalos identificados, atuando nas suas causas raiz. Essa discussão deu origem ao Quadro 14 abaixo.

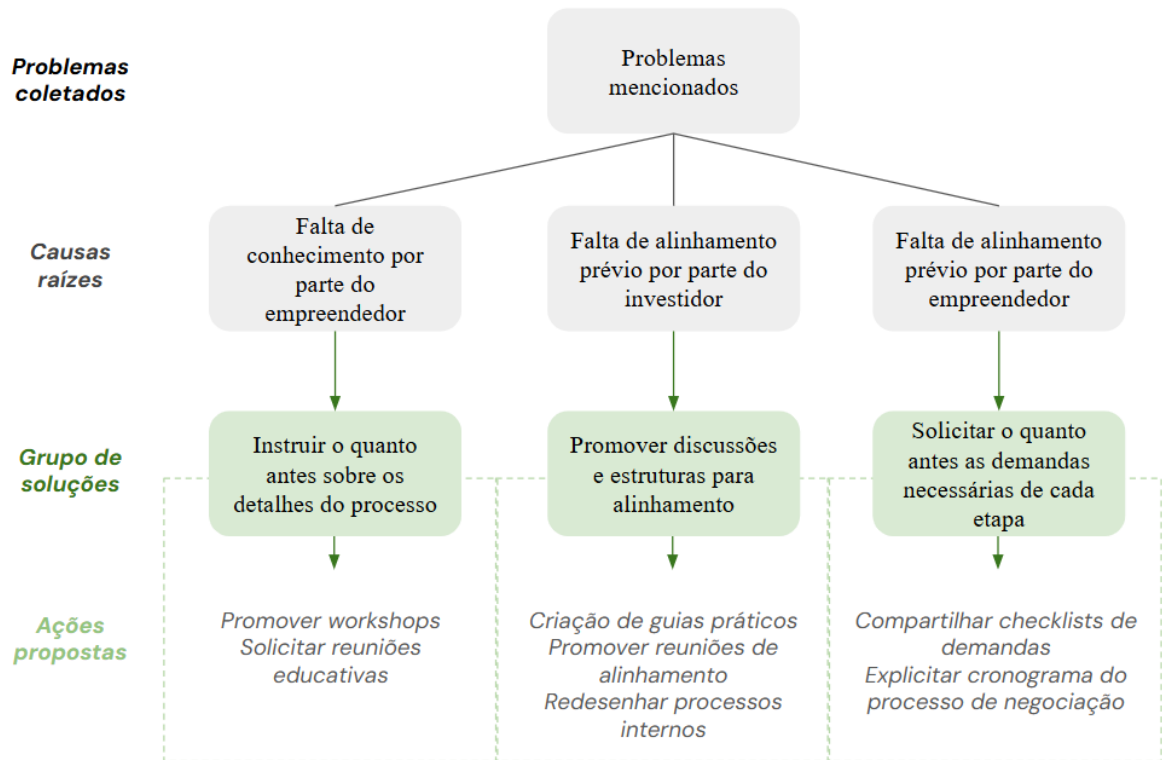
Quadro 14: Soluções propostas

#	Problemas validados pelos investidores	Causa raiz validada pelos investidores	Soluções idealizadas pelos investidores
1	Renegociação de termos nos contratos	Falta de reuniões de alinhamento sobre os principais termos, antes do recebimento do TS	1. Reunião obrigatória, pós leitura do TS por ambas as partes para identificar pontos de conflitos e entender inflexibilidade de cada um 2. Estabelecimento de um comitê de resolução de conflitos, onde toda semana os sócios + empreendedor deve se reunir para entender o que está atrasando o processo e como agir 3. Redesenho do processo de negociação para estágio diferentes 4. Estabelecer KPIs específicos para medir a eficiência do processo de negociação, como tempo médio para assinatura do Term Sheet, número de revisões contratuais e velocidade de entrega de informações pelos fundadores
2	Diferenças entre o TS e o contrato final	Falta de reuniões de alinhamento sobre os principais termos, antes do recebimento do TS	1. Criação de um checklist detalhando todas as informações necessárias para enivar um TS, disponibilizar aos empreendedores depois da reunião obrigatória 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS
3	Conflitos de <i>cap table</i>	Falta de alinhamento do lado do empreendedor para com o investidor, dado a ausência de informações chaves que deveriam ter sido compartilhadas. Além disso, ausência de uma instrução mais efetiva do investidor dessa etapa do processo	1. Criação de um guia detalhando quais informações influenciam o cap table e dado isso, quais informações deveriam ser providenciadas o quanto antes 2. Reunião promovida pela VC-X, para validar cap table final (com todas as informações que o guia cita), antes de enviar o TS
4	Falta de entendimento dos empreendedores sobre os contratos	Pouca preparação própria dos empreendedores durante o processo de negociação sobre esse tópico. Além disso, ausência de uma instrução mais efetiva do investidor dessa etapa do processo	1. Elaboração de um guia prático de termos contratuais e cenários de impacto, que será compartilhado no começo das negociações 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS
5	Falta de entendimento dos empreendedores sobre as estruturas (<i>mútuo x equity</i>)	Falta de explicação (por parte do investidor) e desalinhamento sobre os impactos de cada estrutura	1. Realização de workshops introdutórios ministrados por especialistas do setor, sobre diferenças legais e contábeis (a curto, médio e longo prazo) de cada estrutura 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS
6	Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante	Falta de alinhamento prévio entre os 3 atores (empreendedor, investidor líder e investidor "segundo")	1. Criação de um documento padrão de "Liderança VC-X", onde para cada tipo de investimento (seed e series a) explicita os termos que a VC-X tem mais inflexibilidade. Apresentar documento ao outro fundo durante uma reunião para comparar notas 2. Reunião de status entre os sócios de cada fundo, para identificar os atritos no processo de negociação, sem desgastar os empreendedores

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

Durante as sugestões de melhorias, ficou claro que uma proposta tinha possibilidade de impactar diversas causas, assim, para simplificar as discussões, foi desenhado o esquema abaixo, que relacionou: a) as três grandes causas raiz; b) os grupos de soluções em comum e c) ações propostas para cada dor, conforme a Figura 10.

Figura 10: Relação de causa raiz e solução idealizada



Fonte: Elaborada pela autora (2024)

Quando observados na literatura, já foi discutido como minimizar algumas das causas raiz utilizando os grupos de soluções acima, como podemos ver alguns exemplos a seguir:

- a) Instruir os empreendedores sobre todo o processo de negociação: propostas como workshops e treinamentos já foram exploradas e os seus benefícios são notáveis, como comenta Blank e Dorf (2012), que ressaltam que workshops e sessões educativas para empreendedores são ferramentas eficazes para preencher lacunas de conhecimento técnico e jurídico, acelerando processos e melhorando o alinhamento entre as partes. Maxwell (2011) resalta que sessões de treinamento e mentorias permitem que líderes e empreendedores desenvolvam habilidades práticas e estratégicas, tornando-os mais aptos a navegar por negociações complexas e a alinharem suas expectativas com stakeholders importantes. Essas iniciativas ajudam a preparar os fundadores para

negociações desafiadoras, aumentando sua compreensão sobre o processo de investimento e promovendo maior eficiência no alinhamento entre as partes.

b) Promover alinhamento: distribuição de conteúdo, comunicação e processos eficientes já foram comprovados como bons mitigadores do tempo excessivo de negociação. Nesse sentido, Gompers e Lerner (2004) afirmam que a criação de documentos padronizados e discussões proativas entre investidores e empreendedores minimizam conflitos e atrasos ao longo das negociações. Já Kaplan e Stromberg (2003) acreditam que a transparência e a comunicação inicial clara entre os investidores são cruciais para alinhar expectativas e evitar renegociações posteriores no processo de investimento. No entanto, Glucksman (2020) cita que quando os fundos de *venture capital* implementam padrões internos claros e treinam as suas equipes para alinhamentos iniciais com *startups*, eles conseguem reduzir até 30% do tempo de negociação;

c) Explicitar as demandas necessárias em cada etapa: *checklists* e alinhamento já foram mencionados como pilares de melhora na negociação, como Ries (2011), que afirma que o uso de checklists detalhados compartilhados antecipadamente facilita o entendimento do processo de *diligência* e acelera o tempo de resposta dos empreendedores. Blank e Dorf (2012) contribuem quando dizem que empreendedores com maior clareza sobre as expectativas de investidores conseguem responder mais rapidamente às solicitações de documentos e informações.

Com o entendimento validado que essas ações são testadas e aprovadas, é necessário ordenar a lista sugerida de ações, como mencionado na metodologia e nas referências bibliográficas. Foi utilizado o método de análise “tabela ponderada”, sendo analisado o impacto que cada solução tem na redução do tempo da negociação e o esforço necessário para implantar a proposta idealizada. Esse racional gerou uma priorização para guiar a implantação ao longo do tempo das sugestões propostas, conforme a Tabela 2.

Tabela 2: Soluções ponderadas pelo Impacto e Esforço

#	Problemas validados pelos investidores	Soluções idealizadas pelos investidores	Impacto da solução na redução do tempo de negociação	Esforço para implantar solução idealizada	Tempo previsto para implantação
1	Renegociação de termos nos contratos	1. Reunião obrigatória, pós leitura do TS por ambas as partes para identificar pontos de conflitos e entender inflexibilidade de cada um 2. Estabelecimento de um comitê de resolução de conflitos, onde toda semana os sócios + empreendedor deve se reunir para entender o que está atrasando o processo e como agir 3. Redesenho do processo de negociação para estágio diferentes 4. Estabelecer KPIs específicos para medir a eficiência do processo de negociação, como tempo médio para assinatura do Term Sheet, número de revisões contratuais e velocidade de entrega de informações pelos fundadores	1. Médio 2. Alto 3. Alto 4. Médio	1. Baixo 2. Médio 3. Alto 4. Médio	1. Curto prazo 2. Curto prazo 3. Médio prazo 4. Médio prazo
2	Diferenças entre o TS e o contrato final	1. Criação de um checklist detalhando todas as informações necessárias para enviar um TS, disponibilizar aos empreendedores depois da reunião obrigatória 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS	1. Médio 2. Médio	1. Baixo 2. Baixo	1. Curto prazo 2. Curto prazo
3	Conflitos de <i>cap table</i>	1. Criação de um guia detalhando quais informações influenciam o <i>cap table</i> e dado isso, quais informações deveriam ser providenciadas o quanto antes 2. Reunião promovida pela VC-X, para validar <i>cap table</i> final (com todas as informações que o guia cita), antes de enviar o TS	1. Médio 2. Médio	1. Baixo 2. Baixo	1. Curto prazo 2. Curto prazo
4	Falta de entendimento dos empreendedores sobre os contratos	1. Elaboração de um guia prático de termos contratuais e cenários de impacto, que será compartilhado no começo das negociações 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS	1. Médio 2. Médio	1. Baixo 2. Baixo	1. Curto prazo 2. Curto prazo
5	Falta de entendimento dos empreendedores sobre as estruturas (<i>mútuo x equity</i>)	1. Realização de workshops introdutórios ministrados por especialistas do setor, sobre diferenças legais e contábeis (a curto, médio e longo prazo) de cada estrutura 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS	1. Médio 2. Médio	1. Médio 2. Baixo	1. Médio prazo 2. Curto prazo
6	Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante	1. Criação de um documento padrão de "Liderança VC-X", onde para cada tipo de investimento (<i>seed</i> e <i>series a</i>) explicita os termos que a VC-X tem mais inflexibilidade. Apresentar documento ao outro fundo durante uma reunião para comparar notas 2. Reunião de status entre os sócios de cada fundo, para identificar os atritos no processo de negociação, sem desgastar os empreendedores	1. Médio 2. Médio	1. Alto 2. Baixo	1. Longo prazo 2. Curto prazo

Fonte: Elaborada pela autora (2024)

As iniciativas apresentadas na tabela refletem um equilíbrio entre impacto e esforço, priorizando ações em curto prazo, como criação de guias e estabelecimento de comitês de resolução de conflitos, para o alívio imediato de gargalos e soluções em médio prazo, como redesenho de processos de investimento, para mitigar problemas estruturais mais profundos. A combinação dessas abordagens garante melhorias rápidas no processo de negociação, enquanto estabelece uma base mais robusta e sustentável para rodadas futuras. Por outro lado, as soluções em longo prazo, como a criação de documento padrão de “Liderança VC-X” exige esforços mais significativos, mas oferecem o potencial de transformar a forma como empreendedores e fundos se relacionam, promovendo alinhamento e eficiência no ecossistema de *venture capital*. Essa priorização estratégica assegura que as partes envolvidas maximizem o retorno das ações implementadas, criando um ciclo de melhoria contínua no processo de negociação.

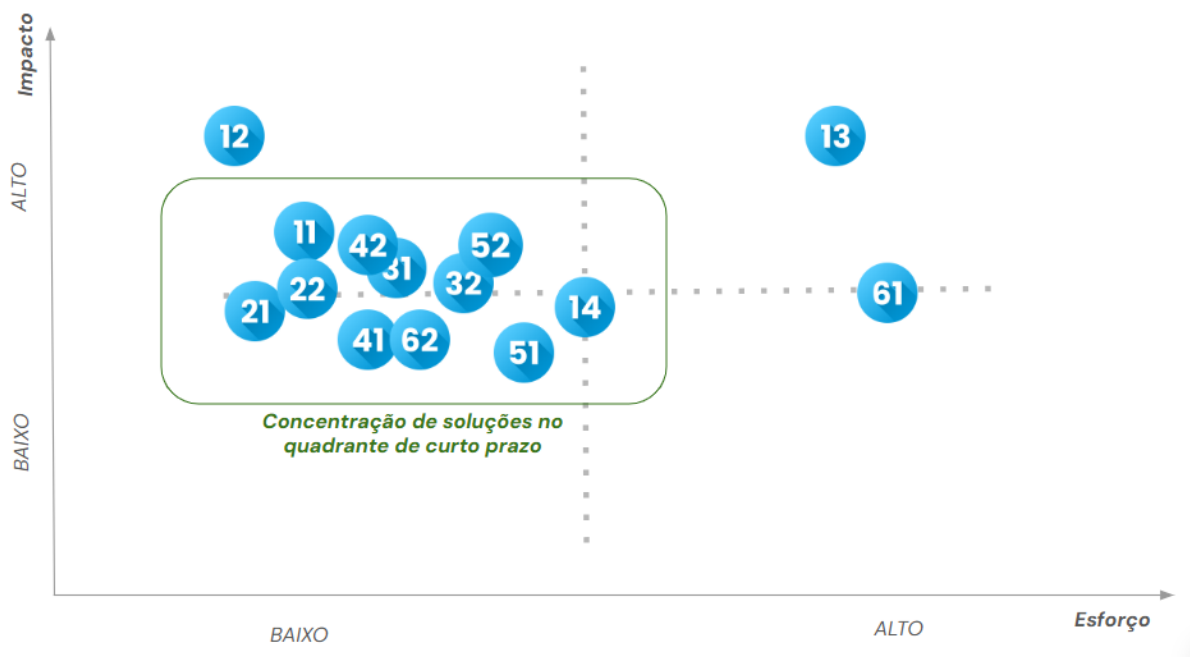
Vale mencionar que por se tratar de soluções aplicadas a relações complexas e variadas, é difícil estimar quantitativamente o ganho em semanas por solução proposta. Uma alternativa sugerida pelos sócios da VC-X foi a elaboração de um plano de implementação em fases, agrupando algumas soluções por etapas. Assim, é mais fácil mensurar o ganho percentual de

eficiência nas macros etapas, a partir da implantação e maturação das fases, como explora a próxima sessão.

5.2 Implantação em fases

Como comentado acima, foi estruturado um *roadmap* de implantação, a partir da matriz de Impacto x Esforço. Ela foi estruturada a partir da tabela ponderada do item acima, Quadro 15. Os índices presentes na imagem representam uma linha da tabela acima, em que o primeiro número se refere ao problema e o segundo a solução, por exemplo, 11 – Problema 1, solução proposta 1: Impacto médio com esforço baixo.

Quadro 15: Matriz Impacto x Esforço



Fonte: Elaborado pela autora (2024)

O uso da matriz evidencia que grande parte das soluções se encontram em um quadrante relevante, em que promove impacto sem tanto esforço de implantação. Juntamente com essa informação, foi promovida a relação das soluções com cinco pontos, a fim de criar um *roadmap* robusto de implantação faseada. Os pontos de análise foram: a) grupo de ações a serem tomadas para implementar soluções; b) riscos atrelados as soluções idealizadas; c) ações para mitigar

riscos levantados; d) métricas de sucesso de cada fase de implantação e f) metas globais de redução de tempo por fase de implantação, conforme o Quadro 16.

Quadro 16: Implantação em fases

Fase de Implantação	Soluções priorizadas pelos investidores	Ações para possibilitar implantação	Possíveis riscos mapeados	Ações para mitigar riscos mapeados	Métricas de sucesso da implantação	Metas de redução de tempo na negociação
Fase 1	1. Reuniões de alinhamento (TS, Captable, contrato e estrutura) 2. Comitês de resolução de conflitos 3. Criação de guias educacionais e checklists de demandas	Confidencial	Confidencial	Confidencial	1. Redução no número de solicitações adicionais de informações após o envio inicial (reduzir em 40%). 2. Melhoria na compreensão de termos contratuais, medida por feedbacks dos empreendedores.	Fase 1 completa: estima redução de 10-15% no tempo total da negociação (de 22 pra 20-19 semanas)
Fase 2	1. Estabelecimento de KPIs sobre performance de cada etapa de negociação 2. Redesenho de processo de investimento (separar seed e series A) 3. Promoção de workshops técnicos sobre estrutura (mútuo x equity)	Confidencial	Confidencial	Confidencial	1. Diminuição na frequência de revisões contratuais (meta: 30% menos revisões durante a negociação). 2. Redução no tempo médio das etapas de negociação de termos e análise de cap table.	Fase 1 completa: estima redução de 10-15% no tempo total da negociação (de 22 pra 20-19 semanas)
Rever após implantação da fase 3	Criação de um documento padrão para compartilhar com outros investidores durante negociações conjuntas	Confidencial	Confidencial	Confidencial	Redução no número de ajustes contratuais no Term Sheet unificado (meta: 30%).	Fase 1 completa: estima redução de 10-15% no tempo total da negociação (de 22 pra 20-19 semanas)

Fonte: Elaborado pela autora (2024)

A implementação das soluções em fases permite atacar os problemas de maneira estruturada, com impacto crescente no tempo de negociação. A fase 1 garante benefícios imediatos, enquanto as soluções em médio e longo prazo visam transformar a eficiência estrutural do processo. Com a execução integral desse plano, estima-se uma redução de até 36% no tempo total de negociação (22 semanas para 14), aproximando-se do *benchmark* visto nas entrevistas (14 semanas para *seed* e 17 para *séries A*).

Após uma visão concluída, foi designado aos analistas do fundo VC-X a responsabilidade por uma ou mais fases de implantação, além de ter sido determinado prazos e rotinas de acompanhamento mensal referente às ações em implantação e resultados obtidos até então.

Dada a importância do tópico, a Fase 1 – Curto prazo já começou a ser parcialmente implantada pelo VC-X, especificamente no que tange ao início do processo como as discussões sobre *term sheet* e instrumentos de investimento. Na Tabela 3 foram explicitadas as ações realizadas e o tempo diminuído, dado duas negociações em andamento.

Tabela 3: Fase 1 de implantação

Negociações em aberto	Média histórica em dias (apresentação do TS até sua assinatura)	Tempo atual em dias (apresentação do TS até sua assinatura)	Redução na micro etapa (assinatura do TS)
Negociação Seed I	18	3	-83.33%
Negociação Seed II	18	11	-38.89%

Fonte: Elaborada pela autora (2024)

Como podemos ver acima, a implantação cumpre com o objetivo de reduzir os dias de negociação, visando, principalmente, instruir e alinhar todas as partes do começo do processo. Apesar da redução, é perceptível a variação entre os cenários, quando as ações foram semelhantes. Para entender mais a fundo o caso, foi realizada uma análise qualitativa sobre o perfil das duas negociações em andamento, conforme a Tabela 4.

Tabela 4: Fase 1 de implantação: diferenças entre negociações

Negociações em aberto	Perfil do empreendedor	Perfil do investimento	Soluções implantadas	Média histórica em dias (apresentação do TS até sua assinatura)	Tempo atual em dias (apresentação do TS até sua assinatura)	Redução na micro etapa (assinatura do TS)
Negociação Seed I	Primeira vez que busca um investimento, pediu conselhos e contratou um bom advogado experiente	Seed, mútuo, único fundo como investidor	1. Apresentação de um guia de termos e estruturas pré envio do TS 2. Reunião de dúvidas gerais sobre TS	18	3	-83.33%
Negociação Seed II	Já havia passado pelo processo de investimento antes, não só isso como antes de empreender o fundador trabalhava em M&A e tem uma alta habilidade de negociação	Seed, mútuo, com mais 3 fundos já no cap table	1. Apresentação de um guia de termos e estruturas pré envio do TS 2. Reunião de dúvidas gerais sobre TS 3. Reunião sobre valuation	18	11	-38.89%

Fonte: Elaborada pela autora (2024)

De maneira simplista, essa análise mostrou que há muitas variáveis que podem impactar o processo de negociação, mas independentemente do perfil de investimento e do empreendedor, as implantações parciais das soluções propostas já estão mostrando resultado positivo, diminuindo entre 1-2 semanas somente com guias simples e alinhamentos claros.

Por fim, as análises realizadas aqui permitiram identificar 3 grupos causadores da ineficiência observada na VC-X, presentes na etapa que representou 45,5% do aumento global do tempo em negociações - “Estruturação”. Foram eles, i) falta de alinhamento sobre as etapas do processo por parte do investidor, ii) falta do entendimento prévio sobre o termos e conceitos de negociação por parte do empreendedor, e iii) falta ou atraso do empreendedor à compartilhar informações com investidores. A fim de solucioná-los, foi priorizada uma lista com mais de 12 planos de ações, que foram agrupados e distribuídas em 3 momentos de implantação, curto

– médio – longo prazo. As ações da fase inicial do plano de implantação, já estão sendo colocadas em prática e têm demonstrado resultados positivos, obtendo uma redução de até 83,3% no tempo dispendido em sua etapa específica, o que significa uma diminuição de 9% do processo global.

6 CONCLUSÃO

O estudo explorou a ineficiência no processo de negociação pré-investimentos do fundo VC-X, dado o recente aumento do tempo dispendido durante a etapa de “*Estruturação*” – que chega em 22 semanas. O aumento global no tempo resulta em graves consequências, tanto para o fundador quanto para o investidor, como o desaceleramento financeiro da empresa e risco reputacional, respectivamente. Por uma análise comparativa, este trabalho buscou estudar como os dois atores desse processo se relacionam, identificando as principais ações causadores de atraso e propondo soluções para mitigá-las.

A pesquisa foi fundamentada em análises qualitativas, baseadas em entrevistas com fundadores e reuniões internas com investidores, examinando as três etapas principais do processo de pré-investimento: “*Triagem*”, “*Avaliação*” e “*Estruturação*”, com destaque para suas dinâmicas, desafios e oportunidades de melhoria.

O processo de “*Triagem*”, que consiste na análise inicial de compatibilidade entre fundo e *startup*, foi identificado como ponto não crítico, porém com alguns problemas a serem corrigidos, como a falta de alinhamento sobre as teses de investimento, critérios de seleção e expectativas entre as partes que geram incertezas e atrasos significativos. Para mitigar esses problemas, o estudo sugere a realização de reuniões iniciais obrigatórias, a criação de guias explicativos sobre teses de investimento e a implementação de ferramentas de compatibilidade, que ajudam a reduzir os desentendimentos nessa etapa.

Na etapa de “*Avaliação*”, que abrange a *diligência* e a análise detalhada da *startup*, surgem problemas relacionados à entrega de dados incompletos ou inconsistentes por parte dos fundadores. A principal causa raiz identificada foi o baixo preparo técnico de fundadores e a ausência de uma comunicação clara sobre os requisitos de documentação exigidos pelos fundos de investimento. As soluções propostas incluem a introdução de *checklists* detalhados, *workshops* educativos e ferramentas de gestão de dados, que visam melhorar a eficiência operacional e evitar atrasos.

Já a etapa de “*Estruturação*”, que compreende a negociação e formalização do contrato, foi identificada como a mais sensível e complexa do processo, sendo esse o foco principal do estudo. Foram identificados seis problemas recorrentes: renegociação de termos contratuais, diferenças entre *Term Sheets* e contratos finais, conflitos no *cap table*, falta de entendimento sobre cláusulas e estruturas contratuais, bem como dificuldades na coordenação entre múltiplos fundos. Essas dores têm como causas raiz a ausência de alinhamento inicial, o baixo preparo técnico dos fundadores e a falta de padronização nos processos dos fundos. Para endereçar essas

questões, as soluções foram priorizadas por uma matriz de impacto e esforço, com foco em ações de “*quick wins*”, como workshops educativos e materiais padronizados, que oferecem resultados rápidos e de baixo custo.

A fim de implantar as soluções priorizadas, foi criado um *roadmap* estruturado em três fases: curto, médio e longo prazo. Em curto prazo, as iniciativas incluem a criação de guias práticos, reuniões de alinhamento e a padronização de processos básicos. Em médio prazo, o foco é o redesenho dos processos internos da VC-X e o desenvolvimento de ferramentas mais robustas para gestão de performance. Em longo prazo, propõe-se a criação de padrões de mercado para investimentos em rodadas maiores, com múltiplos fundos participantes. Esses passos buscam melhorar a eficiência do processo e o alinhamento entre os atores envolvidos, reduzindo o tempo médio de negociação e aumentando a satisfação de ambas as partes.

Os resultados obtidos até aqui indicam uma redução significativa nos gargalos identificados. A aplicação das soluções em curto prazo já permitiu diminuir o tempo médio em 1-2 semanas, saindo de uma negociação de 22 para 20 semanas, nos casos piloto. Além disso, a implementação das medidas sugeridas tem fortalecido a relação entre fundadores e investidores, promovendo maior alinhamento estratégico e operacional. No entanto, o trabalho reconhece algumas limitações, como a necessidade de ampliar a representatividade da amostra e considerar o impacto de fatores externos, como condições de mercado, no tempo de negociação.

Conclui-se que o estudo oferece uma contribuição relevante para o ecossistema de *startups* e *venture capital*, ao identificar pontos críticos no processo de negociação e propor soluções práticas e aplicáveis. As medidas sugeridas não apenas otimizam os processos, mas também promovem maior transparência e eficiência na relação entre fundadores e investidores. Dessa forma, o trabalho se apresenta como um modelo a ser replicado, com potencial de impactar positivamente a dinâmica de investimento em *startups* nos mais variados contextos.

6.1 Limitações do estudo

Dado o escopo do estudo ser um recorte simplificado de um processo longo e complexo, além da necessidade mínima de confidencialidade de alguns tópicos abordados na análise, é de entendimento claro da autora que este trabalho apresenta vieses que influenciam o resultado apresentado. A fim de esclarecer pontos cegos aqui não relatados, vale explicitar os riscos que esse escopo delimitado pode causar no entendimento completo das relações de negociação entre

empreendedores e fundos de investimentos. Apresentam-se seis limitações presentes neste trabalho e os seus impactos.

O viés de seleção ocorre quando a amostra escolhida não é representativa da população-alvo, resultando em uma análise que pode não refletir a realidade de todo o universo estudado. Segundo Cooper e Schindler (2014), o viés de seleção pode distorcer os resultados ao limitar a diversidade de perspectivas incluídas na pesquisa, especialmente em contextos complexos, em que diferentes variáveis podem influenciar os resultados. No caso de uma pesquisa com apenas 20 entrevistas, existe o risco de que os fundadores selecionados não representem a variedade de experiências e práticas de negociação presentes no mercado.

Já o viés de disponibilidade ocorre quando a análise é influenciada por exemplos que são mais facilmente lembrados ou acessíveis na memória, ao invés de serem representativos de toda a amostra. Tversky e Kahneman (1974) afirmam que o viés de disponibilidade faz com que as pessoas superestimem a probabilidade de eventos com base na facilidade com que exemplos vêm à mente. Em uma pesquisa com poucas entrevistas, existe o risco de que a análise seja enviesada por experiências mais vívidas ou recentes relatadas pelos participantes, que podem não refletir a realidade geral.

No entanto, o viés de generalização ocorre quando conclusões amplas são tiradas com base em uma amostra limitada, sem considerar a complexidade e a diversidade da população total. Maxwell (2005) destaca que a generalização de dados obtidos de uma amostra pequena pode levar a conclusões incorretas e a uma aplicação imprecisa dos resultados. No contexto de entrevistas com 20 fundadores, a diversidade de práticas e experiências na negociação de termos e contratos pode não ser capturada, resultando em conclusões que não se aplicam a todos os cenários.

O viés de resposta ocorre, assim, quando os participantes da pesquisa não respondem de forma totalmente honesta ou precisa, seja por influência do contexto da entrevista, seja pela tendência de fornecer respostas socialmente desejáveis. De acordo com Groves *et al.* (2009), o viés de resposta pode distorcer os resultados quando os participantes adaptam suas respostas para se alinhar com o que acreditam ser esperado. Em entrevistas com fundadores, esse viés pode se manifestar caso os entrevistados tentem justificar o atraso no processo de negociação com base em fatores que os favorecem ou que pareçam mais aceitáveis.

O viés de fragmentação ocorre, assim, quando o pesquisador ou a análise se concentra em partes isoladas de um processo, ignorando como essas partes interagem para formar um sistema completo. Isso pode levar a conclusões imprecisas, pois o impacto das interações entre diferentes elementos do processo pode ser subestimado. Segundo Senge (2006), a fragmentação

na análise de processos complexos impede a compreensão sistêmica, resultando em soluções que tratam apenas sintomas, ao invés de causas fundamentais. Em uma pesquisa com entrevistas que abordam apenas aspectos específicos do processo de negociação, esse viés pode ocultar a influência de fatores externos ou interdependentes que impactam o tempo e a complexidade das negociações.

Por fim, o viés de simplificação ocorre quando um problema complexo é reduzido a explicações simplistas que não refletem a sua verdadeira complexidade. Esse viés pode levar a conclusões que ignoram nuances importantes, resultando em soluções que não abordam todos os aspectos necessários para resolver o problema de forma eficaz. Kahneman (2011) ressalta que a mente humana tende a preferir explicações simples e coerentes, mesmo que não capturem toda a complexidade de uma situação. Em uma pesquisa sobre processos de negociação pré-investimento, esse viés pode surgir se os fatores multifacetados que afetam a negociação (como diferenças culturais, experiência dos negociadores e variáveis econômicas) forem reduzidos a poucos elementos superficiais.

Apesar das limitações e dos vieses explicitados ao longo da análise, é fundamental ressaltar que os fundamentos apresentados no estudo oferecem uma base robusta para a formulação de conclusões e propostas de ação. Mesmo com o risco de distorções oriundas de vieses como seleção, disponibilidade ou simplificação, a metodologia aplicada buscou mitigar tais desafios, a partir de uma estrutura de análise fundamentada em literatura consolidada e entrevistas qualitativas que capturam aspectos centrais do processo investigado. Portanto, embora o trabalho não abarque toda a complexidade do tema, ele fornece *insights* valiosos que podem orientar tanto os empreendedores quanto os fundos de *venture capital* a reduzirem gargalos e aprimorarem a eficiência nas negociações.

REFERÊNCIAS

- ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P. Robust financial contracting and the role of *venture capitalists*. **Journal of Finance**, [s.l.], v. 49, n. 2, p. 371-402, 1994.
- AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, [s.l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALMEIDA, Lucas da Costa *et al.* BPMN e ferramentas da qualidade para melhoria de processos: um estudo de caso. **GEPROS: Gestão da Produção, Operações e Sistemas**, [s.l.], v. 14, n. 4, p. 156-175, 2019.
- ARRUDA CONSULTORIA. **Técnica dos 5 Porquês: baixe o material para uso prático**. Disponível em: http://www.arrudaconsult.com.br/2020/04/tecnica-5-porques-baixe_5.html. Acesso em: 18 nov. 2024.
- BARBOSA, Luiz Antonio *et al.* Metodologia DMAIC aplicada à solução de problemas em uma planta petroquímica. **Espacios**, [s.l.], v. 36, n. 14, 2015.
- BARROS, A. **Estruturação de investimentos em startups**. Rio de Janeiro: Forense, 2020.
- BENEDICT, Tony; KIRCHMER, Mathias; SCARSIG, Marc. **BPM CBOK Version 4.0**. [s.l.]: Association of Business Process Management Professionals International, 2021.
- BLANK, S. **The Startup Owner’s Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company**. Pescadero: K&S Ranch, 2012.
- BLANK, S.; DORF, B. **The Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company**. Pescadero: K&S Ranch, 2012.
- BOARDMAN, A. E.; GREENBERG, D. H.; VINING, A. R.; WEIMER, D. L. **Cost-benefit analysis: concepts and practice**. 4. ed. Upper Saddle River: Pearson Education, 2018.
- BRAUN, V.; CLARKE, V. Using thematic analysis in psychology. **Qualitative Research in Psychology**, [s.l.], v. 3, n. 2, p. 77-101, 2006.
- BRAV, A.; GOMPERS, P. A. The role of lockups in initial public offerings. **The Review of Financial Studies**, [s.l.], v. 16, n. 1, p. 1-29, 2003.
- BROUGHMAN, B.; FRIED, J. Do VCs use inside rounds to dilute founders? Some evidence from Silicon Valley. **Journal of Corporate Finance**, [s.l.], v. 18, n. 5, p. 1104-1120, 2010.
- CAMPOS, V. F. **TQC: Controle da Qualidade Total (no estilo japonês)**. 7. ed. Belo Horizonte: Fundação Christiano Ottoni, 1999.
- CAPOTE, Gart. **Guia Para Formação de Analistas de Processos: Gestão Por Processos de Forma Simples**, 2016.

CHRISTENSEN, C. M. **The Innovator's Dilemma**: When New Technologies Cause Great Firms to Fail. Boston: Harvard Business Review Press, 1997.

CHRISTENSEN, J. The Influence of Venture Capitalists on the Governance of Firms. **Journal of Business Venturing**, v. 12, n. 2, p. 141-163, 1997.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Business Research Methods**. 12. ed. New York: McGraw-Hill Education, 2014.

COSTA, P. **Venture capital no Brasil**: Análise e Perspectivas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

COSTA, Taiane Barbosa da Silva; MENDES, Meirivone Alves. Análise da causa raiz: Utilização do diagrama de Ishikawa e Método dos 5 Porquês para identificação das causas da baixa produtividade em uma cacauicultura. *In*: SIMPROD, 10., 2018, [s.l.]. **Anais...**[s.l.]: SIMPROD, 2018

CRESWELL, J. W.; CRESWELL, J. D. **Research design**: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2017.

CUMMING, D.; FLEMING, G.; SUCHARD, J.-A. Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns. **Journal of Banking & Finance**, [s.l.], v. 29, n. 2, p. 295-331, 2005.

DAYMON, C.; HOLLOWAY, I. **Qualitative research methods in public relations and marketing communications**. Nova York: Routledge, 2011.

DE TREVILLE, S.; PETTY, J. S.; WAGER, S. Economies of extremes: Lessons from venture-capital decision making. **Journal of Operations Management**, v. 32, n. 6, p. 387-398, 2014.

DICKER, L. **Percepção de valor em sistemas de informação orientados para o pequeno e médio varejo brasileiro**. 2009. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Faculdades de Ciências Empresariais, FUMEC, Belo Horizonte, 2009.

DROVER, W., *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, 2014.

DUMAS, Marlon *et al.* Fundamentals of Business Process Management. **Springer**, [s.l.], v. 1, f. 264, 2018.

FUNDAÇÃO ESTUDAR. Diagrama de Pareto: o que é e como fazer. Disponível em: <https://www.napratica.org.br/diagrama-de-pareto/>. Acesso em: 24 nov. 2024.

FELD, B.; MENDELSON, J. **Venture deals**: Be smarter than your lawyer and venture capitalist. 4. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2019. 368 p.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. Toward a model of *venture capital* investment decision making. **Financial Management**, [s.l.], v. 23, n. 3, p. 28-37, 1994.

GILSON, R. J.; SCHIZER, D. M. Understanding *venture capital* structure: A tax explanation for convertible preferred stock. **Harvard Law Review**, [s.l.], v. 116, n. 3, p. 874-916, 2003.

GLÜCKSMAN, Sarah. Entrepreneurial experiences from *venture capital* funding: exploring two-sided information asymmetry. **Venture capital**, [s.l.], v. 22, n. 4, p. 331-354 2020.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. **The money of invention**: How venture capital creates new wealth. Boston, MA: Harvard Business School Press, 2001.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. **The Venture Capital Cycle**. Cambridge: MIT Press, 1999.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. The *venture capital* revolution. **Journal of Economic Perspectives**, [s.l.], v. 15, n. 2, p. 145-168, 2001.

GOMPERS, P.; KAPLAN, S.; MUKHERJEE, A. What Do Private *Equity* Firms Say They Do? **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 120, n. 3, p. 449-476, 2020.

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The venture capital cycle**. 2. ed. Cambridge, MA: MIT Press, 2004.

GOMPERS, Paulet *al.* How do *Venture capital* Make Decisions. **National Bureau of Economic Research**, set. 2016.

GORDON, Jason M.; OROZCO, David. Trust and Control: The Value Effect of *Venture capital* Term Sheet Provisions as Risk Allocation Tools. **4 Mich. Bus. & Entrepreneurial L**, [s.l.], n. 195, 2015.

GORNALL, W.; STREBULAEV, I. A. Squaring venture capital valuations with reality. **Journal of Financial Economics**, v. 135, n. 1, p. 120-143, 2020.

GROVES, Robert M.; FOWLER Jr., Floyd J.; COUPER, Mick P.; LEPKOWSKI, James M.; SINGER, Eleanor; TOURANGEAU, Roger. **Survey Methodology**. 2. ed. Hoboken: Wiley, 2009.

GUPTA, A. K.; SAPIENZA, H. J. Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. **Journal of Business Venturing**, v. 7, n. 5, p. 347-362, 1992

HARTMANN, Victor Hugo Pereira. **Startup**: uma nova forma de empreender. 2013. Trabalho de Conclusão de Curso (Administração) – Faculdade de Tecnologia e Ciências Sociais Aplicadas (FATECS), Brasília, 2013.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HELLMMAN, T.; PURI, M. *Venture capital* and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 57, n. 1, p. 169–197, 2002.

HIGSON, C.; STUCKE, R. The performance of private *equity*. **Oxford Review of Economic Policy**, [s.l.], v. 28, n. 3, p. 441-457, 2012.

HSU, D. H. What do entrepreneurs pay for *venture capital* affiliation? **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 59, n. 4, p. 1805-1844, 2006.

ISHIKAWA, Kaoru. **Guide to Quality Control**. 1985.

JURAN, J. M. **Juran's Quality Handbook**. 6. ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007.

KAHNEMAN, Daniel. **Thinking, Fast and Slow**. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. Private *equity* performance: Returns, persistence and capital flows. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 60, n. 4, p. 1791-1823, 2005.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of *venture capital* contracts. **The Review of Economic Studies**, [s.l.], v. 70, n. 2, p. 281-315, 2003.

KAPLAN, Steven N.; STROMBERG, Per. *Venture capital* as Principals: Contracting, creening, and monitoring. **National Bureau of Economic Research**, 2001.

KERR, W. R.; NANDA, R.; RHODES-KROPP, M. Entrepreneurship as experimentation. **Journal of Economic Perspectives**, [s.l.], v. 28, n. 3, p. 25-48, 2014.

KRIPPENDORFF, K. Reliability in content analysis: Some common misconceptions and recommendations. **Human communication research**, v. 30, n. 3, p. 411-433, 2004.

KVALE, S. **Interviews: An introduction to qualitative research interviewing**. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 1996.

LUKAS, E., MOLLS, S.; WELLING, A. Venture capital, staged financing and optimal funding policies under uncertainty. **European Journal of Operational Research**, v. 250, n. 1, p. 305-313, 2016.

MAMEDE, G. **Direito Empresarial Brasileiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MATUSIK, S. F.; GEORGE, J. M.; HEELEY, M. B. Values and judgment under uncertainty: evidence from venture capitalist assessments of founders. **Strategic Entrepreneurship Journal**, 2, n. 2, p. 95-115, 2008.

MAXIMIANO, Antonio Cesar Amaru. **Administração para profissionais liberais**. São Paulo: Atlas, 2011.

MAXWELL, Joseph A. **Qualitative Research Design: An Interactive Approach**. 2. ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 2005.

MAXWELL, J. C. **The 5 levels of leadership**: Proven steps to maximize your potential. New York: Center Street, 2011.

MCMILLAIN, J. H; SCHUMACHER, S. Research in Education. **Addison Wesley Education Publishers inc**. Nova York: 1997. p. 274-275

MEGGINSON, W. L.; WEISS, K. A. Venture capitalist certification in initial public offerings. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 46, n. 3, p. 879-903, 1991.

METRICK, A.; YASUDA, A. **Venture capital and the finance of innovation**. 2. ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010.

MOORE, G. A. **Crossing the Chasm**: Marketing and Selling High-Tech Products to Mainstream Customers. New York: Harper Business, 1991.

NAKAGAWA, M. **Venture capital**: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Saraiva, 2018.

OSBORN, A. F. **Applied Imagination**: Principles and Procedures of Creative Problem-Solving. Revised Edition. Nova York: Charles Scribner's Sons, 1953.

OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y. **Business Model Generation**: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers. Hoboken: Wiley, 2010.

PATTON, M. Q. **Qualitative research & “Avaliação” methods**: Integrating theory and practice. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2015.

PETTY, J. S.; GRUBER, M.; HARHOFF, D. Maneuvering the odds: The dynamics of venture capital decision-making. **Strategic Entrepreneurship Journal**, v. 17, n. 2, p. 239-265, 2023.

PICKEN, J. C. From startup to scalable enterprise: Laying the foundation. **Business Horizons**, v. 60, n. 5, p. 587-595, 2017.

PIMENTA, Marcelo. O que é uma *startup*? - Conheça como funciona uma *startup* e porque seu modelo é tão procurado por empreendedores, investidores e empresas. **Startse**, 2023. Disponível em: <https://www.startse.com/artigos/o-que-e-uma-startup/>. Acesso em: 10 maio 2024.

QUIVY, Raymond; CAMPENHOUDT, Luc Van. **Manual de investigação em ciências sociais**. 5. ed. Lisboa: Gradiva, 2008.

RAMOS, Prof. Alberto W. **Ferramentas básicas da Qualidade**. 2021. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5938929/mod_resource/content/1/1Ferbasq.pdf. Acesso em: 21 maio 2024.

REZENDE, A. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

RIES, E. **The Lean Startup**: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses. Nova York: Crown Business, 2011.

ROTHER, M.; SHOOK, J. **Learning to See: Value-Stream Mapping to Add Value and Eliminate MUDA**. Cambridge: Lean Enterprise Institute, 2003.

RUBIN, H. J.; RUBIN, I. S. **Qualitative interviewing: The art of hearing data**. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2012.

SAATY, T. L. Decision making with the analytic hierarchy process. **International Journal of Services Sciences**, v. 1, n. 1, p. 83-98, 2008.

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. **The Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 27, n. 2, p. 473-521, 1990.

SANTOS, J. **Novos modelos de financiamento de startups**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2022.

SEIDMAN, I. **Interviewing as qualitative research: A guide for researchers in education and the social sciences**. Nova York: Teachers College Press, 2019.

SENGE, Peter M. The Fifth Discipline: **The Art and Practice of the Learning Organization**. Revised ed. New York: Doubleday, 2006.

SILVA, Anielson Barbosa da. **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. 2. ed. São Paulo: [s.n.], 1999. 481 p.

SILVA, L. **Financiamento de startups: modelos tradicionais e alternativos**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2019.

SILVER, B. **BPMN Method and Style**. Aptos, CA: Cody-Cassidy Press, 2011.

SLACK, N.; CHAMBERS, S.; JOHNSTON, R. **Administração da Produção**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SONDRE, Clara; SGAVIOLI, Rodrigo. **Manual do investidor de startups: as oportunidades do Venture capital**. São Paulo: Conteúdos XP, 2022. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/fundos-de-investimento/relatorios/manual-do-investidor-de-startups-as-oportunidades-do-venture-capital/>. Acesso em: 10 maio 2024.

STEMLER, S. An overview of content analysis. **Practical assessment, research, and "Avaliação"**, v. 7, n. 1, 2000.

TIAN, X. The causes and consequences of venture capital stage financing. **Journal of Financial Economics**, v. 101, n. 1, p. 132-159, 2011.

TREVILLE, Suzanne de; PETTY, Jeffrey S.; WAGER, Stefan. Economies of extremes: Lessons from venture-capital decision making. **Journal of Operations Management**, [s.l.], v. 32, p. 387-398, jul. 2014.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. **Judgment under uncertainty: heuristics and biases**. *Science*, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.

UPITS. Como usar a matriz de esforço x impacto no seu dia a dia. **Medium**, 2019. Disponível em: <https://medium.com/@upits/como-usar-a-matriz-de-esfor%C3%A7o-x-impacto-no-seu-dia-a-dia-b12bb5ebae>. Acesso em: 24 nov. 2024.

VAISMORADI, M.; TURUNEN, H.; BONDAS, T. Content analysis and thematic analysis: Implications for conducting a qualitative descriptive study. **Nursing & health sciences**, v. 15, n. 3, 398-405, 2013.

WASSERMAN, N. **The Founder's Dilemmas**: Anticipating and Avoiding the Pitfalls That Can Sink a *Startup*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2012.

WILSON, S. **Legal Aspects of Startups**. Cambridge: University Press, 2014.

WRIGHT, M.; ROBBIE, K. **Venture capital and Private Equity**: A Review and Synthesis.

YIN, R. K. **Case Study Research and Applications**: Design and Methods. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2018.

ANEXO

ANEXO A – Questionário Completo

#	Questionário Completo
A Perguntas I - Experiências prévias	
1	Quando foi fundada a empresa?
2	Quantas rodadas de investimento institucional vocês tiveram? Quando?
3	Me conte um pouco sobre o processo de negociação completo, como foi desde o início até o final? Foi como esperava? O que te surpreendeu?
B Perguntas II - Estrutura da Negociação/Deal	
4	Na sua experiência, o TS e o Contrato final apresentam muitas diferenças entre si? 1. Teve mudanças de termos relevantes para você? Se sim, quais?
5	Você optou por mútuo ou equity? Por que? >> acredita que foi a melhor escolha ou faria diferente hoje? por qual motivo? No seu processo de investimento foi necessária alguma estrutura específica de investimento? (Flip/SA/Outros)? >> Se sim, você acredita que essa necessidade (escolher uma alternativa):
6	1. Trouxe complexidade ao processo de negociação 2. Foi indiferente dentro do processo de negociação 3. Ajudou o processo de negociação >> Se não, 1. Acredita que seria interessante ter uma estrutura específica no seu caso? Teria ajudado a empresa hoje? No seu caso, você teve obrigações Pós Closing? >> Se sim, 1. Como afetou a sua negociação (pré Closing)? Tornou o processo mais rápido ou mais devagar? 2. Na sua percepção, as obrigações pós Closing estendem o processo de Funding ou uma vez o contrato assinado, o processo de Funding terminou?
7	>> Se não, 1. Na sua percepção, alguma obrigação pré Closing poderia ter sido postergado para pós Closing para facilitar/agilizar a negociação? Quais tópicos seriam esses? >> Se pudesse escolher, 1. Prefere ter obrigações pré ou pós Closing? Por quê?
C Perguntas III - Termos de negociação	
8	Quando você estava captando, foi difícil aprender/entender os termos presentes no contrato? >> na sua opinião o que ajudaria a entender com mais facilidade? Dois 12 termos abaixo escolha 7 e coloque em ordem de mais importância durante a negociação com fundos. Justifique sua resposta. >> Drag along >> Direito de pro-rata >> Anti-diluição >> SOP
9	>> Indenização >> Vesting, lock up e dedicação exclusiva >> Liquidation preference (múltiplos) >> Direito de governança / Veto rights >> Tag along >> Information rights
10	Tem algum termo importante para você/companhia que não foi citado? Qual e por quê?
11	Na sua opinião, quais são os termos que todo founder tem que priorizar e porque?
D Perguntas IV - Captable	
12	Entre 1-5 (menos para mais), quão importante é o captable durante uma negociação de investimento? porque?
13	Sua percepção do captable mudou depois do investimento? Se sim, como/por quê?
14	Na sua opinião, quais cuidados todo founder tem que ter quando o assunto é captable? porque?
E Perguntas V - Impressões sobre o processo de negociação	
16	Qual foi a parte mais fácil e mais difícil no processo de negociação de contrato?
17	Olhando para o passado, o que você faria diferente para deixar o processo mais rápido/mais agradável? Por quê?
18	Qual foi a dica mais "certada" que te deram sobre negociar um contrato? e qual foi a dica "mais errada"?

ANEXO B – Principais termos e os seus Impactos

Como mencionado na revisão literária, tem-se, na íntegra, os principais 17 termos que estão presentes nas negociações de *term sheet* e contrato final, com o impacto mapeado para o investidor e para o empreendedor:

1. Direito de *pro-rata*: é uma cláusula comum em contratos de *venture capital* que concede ao investidor o direito de manter a sua participação acionária proporcional em futuras rodadas de financiamento, investindo um montante adicional quando novos aportes de capital forem realizados:

a) Impacto para os fundos: como observa Gompers e Lerner, o direito de *pro rata* é uma ferramenta importante para os fundos, pois permite que mantenham a sua influência e o potencial de retorno, à medida que a empresa cresce e atrai novos investidores (Gompers; Lerner, 2001). Ao manter a sua participação, o fundo assegura que, caso o valor da empresa aumente significativamente em rodadas subsequentes, ele não perderá uma parcela do seu investimento inicial, devido à diluição;

b) Impacto para os empreendedores: a cláusula pode ter um impacto duplo. Por um lado, ela garante que o fundo que investiu inicialmente continue engajado com o crescimento da empresa, o que pode ser vantajoso para o negócio, já que traz estabilidade e continuidade no apoio estratégico. No entanto, Ries alerta que a cláusula de *pro rata* pode limitar a capacidade dos fundadores de trazer novos investidores, uma vez que o fundo detentor desse direito terá prioridade para investir e manter a sua participação, potencialmente reduzindo o espaço para novos aportes (Reis, 2011). Isso significa que, em algumas situações, o direito de *pro rata* pode restringir a flexibilidade dos fundadores na busca por novos investidores, já que eles precisarão acomodar o investimento adicional do fundo que exerce esse direito.

2. *Liquidation preference*: é uma disposição comum em contratos de *venture capital* que determina a ordem de pagamento aos investidores em caso de eventos de liquidez, como uma venda, fusão ou liquidação da empresa. Essa cláusula estabelece que os investidores têm o direito de receber um retorno mínimo sobre o seu investimento antes que quaisquer outros acionistas, incluindo os fundadores, podendo obter qualquer valor remanescente:

a) Impacto para os fundos: é usada como uma proteção contra o risco de perda de capital. De acordo com Gompers e Lerner (2003), a preferência de liquidação é essencial para garantir que os investidores recebam, pelo menos, o valor original investido em eventos de liquidez, mesmo que a empresa seja vendida a um valor inferior ao esperado. Essa cláusula pode especificar diferentes níveis de preferência, como um retorno de 1x (o valor investido), 2x (duas vezes o valor investido) ou até mais, dependendo do acordo (Gompers; Lerner, 2001). Com isso, os fundos buscam assegurar que, em cenários de baixa *performance*, terão prioridade no retorno sobre o capital aplicado;

b) Impacto para os empreendedores: pode representar uma desvantagem significativa em eventos de liquidez, especialmente se o valor da empresa estiver abaixo das expectativas. Ries (2011) observa que a preferência de liquidação pode limitar o retorno dos fundadores em uma venda, pois os investidores com esse direito recebem sua parte prioritária, reduzindo o montante que sobra para os demais acionistas. Em situações extremas, nas quais a preferência de liquidação é alta, os fundadores podem sair de uma venda com um retorno muito baixo ou até mesmo sem lucro algum, dependendo do valor final da transação e do montante preferencial acordado para os investidores.

3. Antidiluição: protege o fundo contra a diluição da sua participação acionária, caso a empresa emita novas ações a um preço inferior ao que o investidor original pagou. Esse mecanismo assegura que, se a *startup* realizar uma rodada de financiamento com um *down round* (quando o valor da empresa é inferior ao da rodada anterior), o investidor original terá o seu percentual ajustado para compensar a desvalorização:

a) Impacto para os fundos: protege o valor do investimento em cenários de queda no *valuation* da empresa. Como explicam Gompers e Lerner, a cláusula de antidiluição é uma forma de garantir que o fundo mantenha um nível de participação proporcional ao valor inicial de investimento, mesmo em situações adversas de mercado (Gompers; Lerner, 2001). Existem diferentes tipos de proteção antidiluição, como a *full ratchet* (ajuste total), que recalcula a participação do investidor com base no novo valor das ações, e a *weighted average* (média ponderada), que ajusta a participação do fundo de acordo com uma média ponderada das ações emitidas;

b) Impacto para os empreendedores: pode ter implicações desafiadoras, pois a emissão de novas ações para ajustar a participação dos investidores resulta em uma diluição maior para os acionistas que não têm essa proteção, incluindo os próprios fundadores. Ries destaca que em cenários de desvalorização, a cláusula de antidiluição pode reduzir

significativamente a participação dos fundadores, tornando mais difícil para eles manterem o controle e o valor das suas ações (Reis, 2011). Essa situação pode afetar o alinhamento de interesses entre investidores e fundadores, além de comprometer a capacidade da *startup* de atrair novos investidores, que podem ver a diluição dos fundadores como um sinal de risco.

4. *Valuation*: é o processo de determinar o valor da empresa. A discordância sobre *valuation* pode ser uma das principais causas de atrasos nas negociações, pois ambos os lados querem assegurar que o valor refletido no contrato seja justo e equitativo:

a) Impacto para os fundos: é fundamental para maximizar o retorno potencial do investimento, pois determina a quantidade de ações que o fundo receberá. Gompers e Lerner explicam que o *valuation* é uma medida de risco e recompensa - um valor muito alto pode limitar o retorno do fundo, enquanto um valor muito baixo pode dificultar o alinhamento com os fundadores. O fundo busca um *valuation* que seja realista e reflita o potencial de crescimento da *startup*, sem superestimar o seu valor atual (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: é igualmente crítico, pois influencia o percentual de controle que eles manterão após o investimento. Um *valuation* muito baixo pode resultar em uma diluição excessiva da participação dos fundadores, comprometendo a sua influência na tomada de decisões e seu retorno financeiro em eventuais eventos de liquidez. Segundo Ries, um *valuation* desfavorável pode minar a motivação dos fundadores, que veem o seu percentual acionário reduzido, o que pode impactar negativamente o desenvolvimento do negócio (Ries, 2011). Portanto, os fundadores buscam um *valuation* que represente o seu trabalho e o potencial do seu negócio, mas que, ao mesmo tempo, permita atrair investidores.

5. Direitos de Governança/vetos: concede ao fundo investidor a capacidade de influenciar ou bloquear decisões estratégicas na empresa. Esse tipo de cláusula visa assegurar que o fundo tenha voz ativa em questões críticas e possa proteger seus interesses em relação a temas que podem impactar o valor do investimento, como mudanças significativas na estratégia da empresa, emissão de novas ações, fusões e aquisições ou alteração nos direitos dos acionistas:

a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula para proteger seu investimento e garantir um nível de controle em decisões que possam afetar diretamente a empresa. De acordo

com Gompers e Lerner, os fundos buscam incluir direitos de governança e veto no seu contrato para assegurar que a empresa permaneça alinhada aos interesses de crescimento e que não sejam tomadas decisões que possam comprometer o valor do investimento (Gompers; Lerner, 2001). Esses direitos permitem ao fundo supervisionar e intervir em questões estratégicas, como mudanças na composição acionária e aprovações orçamentárias, de modo a minimizar riscos e promover o crescimento sustentável da empresa;

b) Impacto para os empreendedores: a cláusula de governança no *board* e de veto pode ter um impacto misto. Por um lado, ela representa uma redução na autonomia dos fundadores, já que eles não podem tomar certas decisões sem o consentimento do fundo. Ries observa que a limitação de autonomia imposta pelos direitos de governança e de veto pode reduzir a flexibilidade dos fundadores, que podem ser obrigados a negociar suas decisões estratégicas com os investidores (Ries, 2011). No entanto, esses direitos também podem funcionar como um apoio, uma vez que os fundos, geralmente, trazem conhecimentos e experiência que contribuem para decisões estratégicas de alta qualidade, ajudando a mitigar riscos que poderiam comprometer o sucesso da empresa.

6. *Vesting*: é uma disposição comum em contratos de *venture capital* que estabelece um cronograma para que os fundadores adquiram o direito de posse plena sobre as suas ações ao longo de um período. Essa cláusula é criada para assegurar que os fundadores permaneçam comprometidos com a empresa e continuem a trabalhar no desenvolvimento do negócio por um prazo determinado, geralmente entre três e quatro anos, com um período inicial de *cliff* (carência) em que nenhum direito de posse é adquirido até o fim desse prazo inicial:

a) Impacto para os fundos: usado como um mecanismo de proteção, garantindo que os fundadores mantenham seu engajamento com a *startup* e contribuam ativamente para seu crescimento. Segundo Gompers e Lerner, a cláusula de *vesting* protege o fundo contra a possibilidade de um fundador abandonar a empresa prematuramente, o que poderia enfraquecer o time executivo e comprometer o sucesso da *startup* (Gompers; Lerner, 2001). O *vesting* cria um incentivo para que os fundadores permaneçam na empresa, uma vez que a posse plena das ações é condicionada à sua permanência e contribuição contínua;

b) Impacto para os empreendedores: pode representar um desafio, pois limita seu direito imediato sobre a totalidade das ações da empresa. No entanto, Ries observa que a

cláusula de *vesting* também pode beneficiar os fundadores, ao assegurar que todos os cofundadores estejam igualmente comprometidos com o longo prazo da empresa, evitando problemas de desmotivação ou saídas repentinas (Ries, 2011). Além disso, o *vesting* contribui para a estabilidade da *startup* aos olhos de investidores e futuros colaboradores, que buscam segurança no comprometimento do time fundador.

7. *Lock-up*: restringe os fundadores, investidores iniciais e membros da equipe de venderem suas ações por um período específico após a emissão pública ou o investimento. Esse período, geralmente de seis meses a um ano, é desenhado para estabilizar o valor das ações e evitar uma venda excessiva que possa desestabilizar o mercado:

a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula para proteger o valor de seu investimento e garantir a confiança de novos investidores. De acordo com Gompers e Lerner, a cláusula de *lock-up* permite ao fundo evitar uma saída em massa de ações no mercado, o que poderia reduzir o valor da empresa e gerar insegurança entre os investidores. Em uma situação de IPO, por exemplo, o *lock-up* ajuda a garantir que a entrada de ações no mercado ocorra de forma gradual, o que mantém o preço das ações estável e reduz a volatilidade (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: pode representar uma limitação, pois restringe a sua capacidade de liquidez imediata após um evento de liquidez, como um IPO. Ries aponta que embora o *lock-up* impeça os fundadores de venderem suas ações em curto prazo, ele também pode ser benéfico, ao evitar que o preço da ação seja prejudicado por vendas significativas logo após a emissão pública. A cláusula de *lock-up* pode, portanto, ajudar a proteger o valor das ações em longo prazo, o que beneficia os fundadores ao consolidar a reputação da empresa no mercado e estabilizar o retorno do seu investimento (Ries, 2011).

8. Dedicção exclusiva: exige que os fundadores e, em alguns casos, membros-chave da equipe, se comprometam exclusivamente com a *startup*, dedicando-se integralmente ao seu desenvolvimento e sucesso. Essa cláusula impede que os fundadores trabalhem em outras empresas ou projetos paralelos, o que visa garantir o foco total nas operações e crescimento da *startup*:

a) Impacto para os fundos: é usada como uma forma de proteger o seu investimento, assegurando que os fundadores estejam totalmente comprometidos com a empresa.

Segundo Gompers e Lerner, os fundos consideram a dedicação exclusiva dos fundadores essencial para o sucesso da empresa, pois um comprometimento parcial poderia prejudicar a execução das estratégias e, consequentemente, o retorno do investimento. Ao exigir dedicação exclusiva, o fundo busca reduzir os riscos de distração e maximizar o potencial de crescimento da empresa, promovendo um ambiente no qual os fundadores estão focados exclusivamente nos desafios e oportunidades da *startup* (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: representa uma limitação em termos de flexibilidade, uma vez que não podem se envolver em outros projetos ou empreendimento durante o período de validade da cláusula. Ries observa que a dedicação exclusiva, embora restritiva, pode ser vantajosa para os fundadores, pois promove uma estrutura de trabalho concentrada no sucesso da *startup*, incentivando a criação de valor e aumentando as chances de crescimento sustentável. A cláusula também envia um sinal positivo ao mercado e a futuros investidores, mostrando que a equipe fundadora está comprometida em longo prazo com o desenvolvimento do negócio (Ries, 2011).

9. Participação acionária (investidor): define o percentual da empresa que o fundo de *venture capital* receberá em troca do seu investimento. Essa participação acionária é determinada com base no *valuation* pré-investimento e no montante de capital que o fundo está disposto a aportar, influenciando diretamente a diluição dos fundadores e de outros acionistas existentes. O *ownership stake* é um elemento central na negociação, pois representa a fatia da empresa que o fundo terá e define o seu nível de influência e retorno potencial no futuro:

a) Impacto para os fundos: utiliza a cláusula para assegurar uma participação acionária que permita exercer certa influência e obter um retorno significativo sobre o capital investido. Gompers e Lerner destacam que o fundo busca uma participação que justifique o risco do investimento e ofereça uma posição estratégica dentro da empresa, permitindo-lhe impactar decisões e acompanhar de perto o desenvolvimento do negócio. Ao negociar a participação acionária, o fundo avalia o potencial de crescimento da empresa e determina o percentual que considera adequado para compensar o risco (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: representa um equilíbrio delicado entre captar o capital necessário e manter o controle sobre a empresa. Ries aponta que os fundadores

precisam estar atentos ao nível de diluição causado pela entrada do fundo, pois uma participação excessiva pode comprometer o controle acionário e a independência nas decisões. Os fundadores buscam uma negociação que limite a diluição e preserve sua influência, enquanto garante que o fundo esteja alinhado aos objetivos de crescimento da empresa e possa contribuir estrategicamente (Ries, 2011).

10. Plano de opções de ações (SOP): é uma disposição comum em contratos de *venture capital* que permite à *startup* reservar uma porcentagem de suas ações para distribuir entre funcionários e executivos como parte de um pacote de incentivos. Esse plano visa atrair e reter talentos estratégicos, oferecendo-lhes uma participação futura no crescimento da empresa, de forma a alinhar os interesses dos colaboradores com os dos investidores e fundadores:

a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula de SOP para fortalecer a equipe da *startup* e incentivar a dedicação dos principais talentos ao crescimento do negócio. Gompers e Lerner explicam que os fundos veem o plano de opções de ações como uma ferramenta importante para atrair talentos qualificados e motivá-los a trabalhar em prol da valorização da empresa, alinhando seus interesses aos dos acionistas. O SOP é, portanto, um incentivo que ajuda a *startup* a manter uma equipe forte e comprometida, o que beneficia diretamente o retorno esperado pelos investidores (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: pode representar uma diluição de suas próprias participações, já que as ações reservadas para o SOP, geralmente, vêm da alocação de ações da empresa. Ries (2011) observa que embora o SOP possa reduzir a participação dos fundadores em curto prazo, ele contribui para o crescimento da empresa ao atrair e reter talentos que aceleram o desenvolvimento do negócio e ampliam o seu valor de mercado. Ao motivar e recompensar funcionários pelo SOP, os fundadores podem fortalecer a cultura da empresa e aumentar as suas chances de sucesso em um mercado competitivo (Ries, 2011).

11. Direito de resgate: é uma disposição em contratos de *venture capital* que concede ao fundo de investimento o direito de exigir a recompra de suas ações pela empresa após um determinado período. Essa cláusula é frequentemente ativada se a *startup* não tiver atingido certos marcos de crescimento ou eventos de liquidez, como uma venda ou

oferta pública inicial (IPO), dentro de um prazo específico, geralmente entre cinco a sete anos após o investimento inicial:

- a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula para garantir uma saída potencial em situações em que a empresa não evolua conforme planejado ou não ofereça oportunidades de liquidez suficientes. Gompers e Lerner (2001) destacam que os direitos de resgate oferecem aos fundos uma proteção adicional, proporcionando uma forma de recuperação do capital investido em casos de baixa *performance* da empresa. Com essa cláusula, o fundo assegura que terá a opção de realizar um retorno parcial ou total sobre o capital investido, ainda que a *startup* não tenha gerado eventos de liquidez como um IPO ou uma venda (Gompers; Lerner, 2001);
- b) Impacto para os empreendedores: pode representar uma fonte de pressão significativa, pois a necessidade de recomprar ações do fundo em um futuro incerto pode comprometer a saúde financeira da empresa. Ries (2011) observa que a cláusula de resgate pode limitar a flexibilidade dos fundadores em termos de reinvestimento de recursos e priorização de crescimento, uma vez que eles podem precisar destinar parte do capital para o resgate das ações do fundo. No entanto, em *startups* que apresentam crescimento robusto, a cláusula de *redemption rights* pode raramente ser ativada, funcionando como um mecanismo de segurança para os investidores (Ries, 2011).

12. Indenização: é uma disposição em contratos de *venture capital* que exige que a *startup* e os seus fundadores indenizem o fundo de investimento por quaisquer perdas, responsabilidades ou custos que possam surgir devido a falhas, omissões ou ações ilegais relacionadas ao negócio ou suas operações. Esse mecanismo é projetado para proteger o investidor contra riscos que possam comprometer o seu capital ou expô-lo a litígios e sanções;

- a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula para minimizar riscos financeiros e legais associados à *startup*, garantindo que eventuais problemas operacionais, regulamentares ou de conduta não resultem em prejuízos adicionais ao fundo. Gompers e Lerner (2001) explicam que a cláusula de indenização oferece uma rede de segurança para o fundo, protegendo-o contra possíveis passivos que possam surgir de operações ou decisões da *startup*. Esse tipo de proteção é particularmente importante em setores com regulamentação complexa ou em *startups* que operam em mercados de alto risco (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: representa uma responsabilidade significativa, pois implica que eles podem ser obrigados a cobrir os custos de eventuais perdas ou danos causados ao fundo. Ries observa que a cláusula de indenização pode pressionar os fundadores na adoção de práticas rigorosas de conformidade e transparência, assegurando que as operações da empresa estejam em conformidade com as normas legais e regulatórias. Embora essa responsabilidade adicional possa ser onerosa, ela também incentiva a empresa a mitigar riscos operacionais e manter um nível elevado de governança (Ries, 2011).

13. *Tag along*: garante aos acionistas minoritários, incluindo o fundo de investimento, o direito de participar em condições iguais de uma venda de participação acionária por parte dos acionistas majoritários. Em outras palavras, se um fundador ou acionista majoritário decide vender suas ações a um terceiro, o fundo tem o direito de vender sua participação proporcionalmente, nas mesmas condições de preço e volume oferecidas ao majoritário:

a) Impacto para os fundos: usada para proteger seus interesses e assegurar a liquidez de seu investimento em situações em que os acionistas majoritários optam por sair da empresa. Segundo Gompers e Lerner, a cláusula de *tag along* permite ao fundo garantir que, caso os majoritários vendam as suas ações, ele possa acompanhar a transação nas mesmas condições, evitando a permanência em uma estrutura acionária menos favorável. Esse direito protege o fundo contra o risco de ficar em uma empresa sem a participação dos fundadores, o que poderia comprometer o valor e o potencial de crescimento da *startup* (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: representa uma garantia aos investidores, mas pode limitar a flexibilidade em decisões de venda de ações. Ries observa que a presença de um *tag along* pode restringir os fundadores em negociações de venda, pois a inclusão do fundo como vendedor pode influenciar as condições do acordo e reduzir a atratividade para alguns compradores. No entanto, essa cláusula também promove a transparência e a confiança entre os fundadores e os investidores, pois assegura que todos tenham acesso aos mesmos direitos em uma eventual transação de liquidez (Ries, 2011).

14. *Drag along*: permite aos acionistas majoritários, incluindo o fundo de investimento, obrigar os acionistas minoritários a venderem suas ações em caso de uma oferta de

compra da empresa, desde que determinadas condições sejam atendidas. Essa cláusula garante que, em uma venda ou fusão, os minoritários acompanhem a decisão dos majoritários, assegurando a venda de 100% da empresa sob os mesmos termos e condições:

- a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula para facilitar uma saída completa em situações em que a venda total da empresa é vista como o melhor caminho para maximizar o retorno sobre o investimento. Gompers e Lerner explicam que a cláusula de *drag along* permite ao fundo assegurar que não haverá obstáculos para uma venda integral da empresa, proporcionando uma maior atratividade para compradores que desejam adquirir a totalidade do capital. Essa cláusula reduz o risco de bloqueio por acionistas minoritários e garante que o fundo tenha flexibilidade para concretizar uma saída estratégica, alinhada aos seus interesses financeiros (Gompers; Lerner, 2001);
- b) Impacto para os empreendedores: pode representar uma limitação em sua capacidade de reter controle sobre o destino da empresa em casos de venda. Ries observa que a cláusula de *drag along* impõe aos fundadores e acionistas minoritários a obrigação de aceitar uma oferta de venda, o que pode contrariar os seus interesses pessoais, mas também pode ser vantajosa para a empresa ao atrair potenciais compradores. Em casos de alta valorização, a cláusula pode resultar em benefícios para todos os acionistas, mas também pode significar a perda de controle para aqueles que prefeririam manter sua posição (Ries, 2011).

15. Direito de informação: garante aos investidores o direito de receber informações regulares sobre o desempenho financeiro e operacional da empresa. Essa cláusula permite que o fundo de investimento acesse dados importantes, como demonstrações financeiras, relatórios de progresso e outras informações relevantes para acompanhar o desenvolvimento da *startup* e tomar decisões informadas sobre o investimento:

- a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula para monitorar o progresso da *startup* e avaliar continuamente o seu desempenho em relação às expectativas e metas estabelecidas. Gompers e Lerner observam que a cláusula de direitos de informação permite ao fundo obter uma visão clara da saúde financeira e do desenvolvimento da empresa, o que é essencial para ajustar o suporte estratégico e garantir que o investimento esteja sendo bem administrado. Essa disposição é especialmente útil para que o fundo identifique sinais de alerta ou oportunidades de crescimento, podendo intervir ou oferecer suporte adicional, quando necessário (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: exige transparência contínua e uma rotina de relatórios periódicos aos investidores. Embora essa prática possa representar um trabalho adicional em termos de conformidade, Ries ressalta que a transparência proporcionada pela cláusula de direitos de informação pode criar um relacionamento mais colaborativo entre os fundadores e o fundo, pois mantêm todos atualizados e alinhados quanto aos objetivos de crescimento da empresa. Além disso, essa transparência facilita a confiança entre os fundadores e investidores, permitindo que todos estejam cientes das operações e desafios da empresa (Ries, 2011).

16. Obrigações pós-*closing*: define os deveres e compromissos que a *startup* e, em alguns casos, os fundadores e executivos devem cumprir após o fechamento do contrato de investimento. Essas obrigações podem incluir a entrega periódica de relatórios financeiros, a implementação de práticas de governança específicas, o cumprimento de marcos de desempenho e a manutenção de certos padrões operacionais. O objetivo dessa cláusula é garantir que a empresa continue a operar de acordo com as expectativas e os requisitos do fundo de *venture capital*, assegurando transparência e disciplina na gestão:

a) Impacto para os fundos: utilizam a cláusula de obrigações pós-*closing* para proteger seu investimento e monitorar o desempenho contínuo da empresa. De acordo com Gompers e Lerner, as obrigações pós-*closing* são uma forma de os fundos manterem um acompanhamento constante sobre as operações e a saúde financeira da *startup*, assegurando que o capital investido seja gerido de maneira eficiente e transparente. Essa cláusula permite ao fundo monitorar o progresso da empresa em relação a metas estratégicas, bem como intervir ou oferecer suporte quando necessário, para garantir o crescimento sustentável (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: representa uma responsabilidade adicional em termos de transparência e conformidade. Ries (2011) observa que o cumprimento das obrigações pós-*closing* pode ser uma carga para os fundadores, exigindo que eles mantenham uma estrutura organizada e que forneçam informações regulares aos investidores, o que ajuda a promover uma relação de confiança (Ries, 2011). Embora possa representar um trabalho adicional, essa prática promove uma gestão disciplinada e uma comunicação mais estruturada com os investidores, o que pode facilitar futuras rodadas de investimento e fortalecer a governança da empresa.

17. Estruturas de investimento obrigatórias: refere-se a um conjunto de exigências que o fundo de *venture capital* pode estabelecer sobre o tipo de estrutura societária e de financiamento da *startup* para viabilizar o aporte. A exigência varia bastante, podendo incluir desde uma demanda por uma estrutura de “empresa flipada” (geralmente domiciliada em uma jurisdição favorável, como Delaware), até a escolha entre investimento direto em *equity* (participação acionária) ou dívida conversível (*mútuo*), como também a preferência pela constituição da empresa como sociedade anônima (S.A.) em vez de uma sociedade limitada. Essas exigências buscam assegurar que a estrutura jurídica da empresa atenda aos interesses de governança, proteção e liquidez do fundo:

a) Impacto para os fundos: utilizam dessa estratégia para garantir que o investimento seja realizado em uma estrutura que facilite sua gestão e liquidez. Como afirmam Gompers e Lerner, a exigência de estruturas específicas é uma maneira de o fundo mitigar riscos e criar condições favoráveis para futuras rodadas de investimento ou eventos de liquidez, como uma oferta pública ou venda. Estruturas como a de S.A. em uma jurisdição conhecida (como: Delaware) oferecem proteção jurídica mais robusta e transparência, além de serem mais atrativas para investidores globais, o que aumenta as possibilidades de valorização e retorno (Gompers; Lerner, 2001);

b) Impacto para os empreendedores: a adequação às exigências de estrutura do fundo pode representar um custo e complexidade adicionais, especialmente no caso de uma “empresa flipada” ou uma transformação de limitada para S.A. Ries ressalta que as exigências estruturais impostas pelos fundos podem sobrecarregar as *startups* com mudanças burocráticas e jurídicas, porém são necessárias para assegurar o alinhamento com as práticas do mercado e aumentar a atratividade para futuros investidores. Ao adotar uma estrutura sugerida pelo fundo, os fundadores aumentam a competitividade da empresa, abrindo caminho para futuras rodadas de capital e facilitando uma eventual saída (Ries, 2011).

ANEXO C – Visão Completa de Problemas e Soluções

#	Etapa do Processo	Problemas validados pelos investidores	Soluções idealizadas pelos investidores	Impacto da solução na redução do tempo de negociação	Esforço para implantar solução idealizada	Tempo previsto para implantação
1	Evaluation	Demandas por materiais adicionais não especificados anteriormente	1. Criação de um checklist detalhando todas as informações necessárias para a análise, disponibilizar aos empreendedores depois da reunião obrigatória 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando demandas e cronograma médio dos próximos passos	1. Médio 2. Médio	1. Baixo 2. Baixo	1. Curto prazo 2. Curto prazo
2	Evaluation	Desafios para comprovar escalabilidade operacional	1. Criação de um modelo financeiro interno a fim de realizar as análises necessárias sem atrapalhar empreendedor (após ter acesso as premissas) 2. Validar modelo financeiro interno depois de comparar com o disponibilizado	1. Médio 2. Médio	1. Médio 2. Médio	1. Médio prazo 2. Médio prazo
3	Screening	Falta de clareza sobre os critérios de seleção por parte dos fundos	1. Criação de um checklist detalhando todas as informações necessárias para validar ser a empresa está dentro da tese de investimento 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando tese de investimento	1. Baixo 2. Baixo	1. Baixo 2. Baixo	1. Longo prazo 2. Longo prazo
4	Screening	Releições tardias após várias interações iniciais	1. Utilização de um kanban para acompanhar as empresas dentro do fluxo de análise (como um CRM) 2. Avisar a empresa da decisão em pelo menos 1 semana de contato, caso não tenha uma decisão, entrar em contato para dar status da análise	1. Baixo 2. Baixo	1. Baixo 2. Baixo	1. Longo prazo 2. Longo prazo
5	Screening	Excesso de reuniões preliminares sem objetividade	1. Criação de um checklist detalhando todas as informações necessárias para a análise, disponibilizar aos empreendedores depois da reunião obrigatória 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando demandas e cronograma médio dos próximos passos	1. Baixo 2. Baixo	1. Baixo 2. Baixo	1. Longo prazo 2. Longo prazo
6	Structuring	Renegociação de termos nos contratos	1. Reunião obrigatória, pós leitura do TS por ambas as partes para identificar pontos de conflitos e entender inflexibilidade de cada um 2. Estabelecimento de um comitê de resolução de conflitos, onde toda semana os sócios + empreendedor deve se reunir para entender o que está atrasando o processo e como agir 3. Redesenho do processo de negociação para estágio diferentes 4. Estabelecer KPIs específicos para medir a eficiência do processo de negociação, como tempo médio para assinatura do Term Sheet, número de revisões contratuais e velocidade de entrega de informações pelos fundadores	1. Médio 2. Alto 3. Alto 4. Médio	1. Baixo 2. Médio 3. Alto 4. Médio	1. Curto prazo 2. Curto prazo 3. Médio prazo 4. Médio prazo
7	Structuring	Diferenças entre o TS e o contrato final	1. Criação de um checklist detalhando todas as informações necessárias para enviar um TS, disponibilizar aos empreendedores depois da reunião obrigatória 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS	1. Médio 2. Médio	1. Baixo 2. Baixo	1. Curto prazo 2. Curto prazo
8	Structuring	Conflitos de capital	1. Criação de um guia detalhando quais informações influenciam o cap table e dado isso, quais informações deveriam ser providenciadas o quanto antes 2. Reunião promovida pela VC-X, para validar cap table final (com todas as informações que o guia cita), antes de enviar o TS	1. Médio 2. Médio	1. Baixo 2. Baixo	1. Curto prazo 2. Curto prazo
9	Structuring	Falta de entendimento dos empreendedores sobre os contratos	1. Elaboração de um guia prático de termos contratuais e cenários de impacto, que será compartilhado no começo das negociações 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS	1. Médio 2. Médio	1. Baixo 2. Baixo	1. Curto prazo 2. Curto prazo
10	Structuring	Falta de entendimento dos empreendedores sobre as estruturas (múltiplo x equity)	1. Realização de workshops introdutórios ministrados por especialistas do setor, sobre diferenças legais e contábeis (a curto, médio e longo prazo) de cada estrutura 2. Reunião promovida pela VC-X, apresentando principais conceitos e termos a fim de alinhar expectativas pré TS	1. Médio 2. Médio	1. Médio 2. Baixo	1. Médio prazo 2. Curto prazo
11	Structuring	Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante	1. Criação de um documento padrão de "Liderança VC-X", onde para cada tipo de investimento (seed e series a) explicita os termos que a VC-X tem mais inflexibilidade. Apresentar documento ao outro fundo durante uma reunião para comparar notas 2. Reunião de status entre os sócios de cada fundo, para identificar os atritos no processo de negociação, sem desgastar os empreendedores	1. Médio 2. Médio	1. Alto 2. Baixo	1. Longo prazo 2. Curto prazo
12	Structuring	Demora na negociação em investimentos com mais de um fundo participante	1. Criação de um documento padrão de "Liderança VC-X", onde para cada tipo de investimento (seed e series a) explicita os termos que a VC-X tem mais inflexibilidade. Apresentar documento ao outro fundo durante uma reunião para comparar notas 2. Reunião de status entre os sócios de cada fundo, para identificar os atritos no processo de negociação, sem desgastar os empreendedores	1. Médio 2. Médio	1. Alto 2. Baixo	1. Longo prazo 2. Curto prazo