

## Do Pitch à precificação: métricas e técnicas utilizadas pelo venture capital brasileiro na avaliação de startups\*

### *From Pitch to Valuation: An Analysis of Metrics and Techniques Used by Brazilian Venture Capital to Evaluate Startups*

**Arthur Capanema**

Faculdade de Administração e Ciências Contábeis (FACC) - UFRJ  
[arthurlemos.capanema@gmail.com](mailto:arthurlemos.capanema@gmail.com)

**Luiz Moura**

Faculdade de Administração e Ciências Contábeis (FACC) - UFRJ  
[icarlos\\_moura@facc.ufrj.br](mailto:icarlos_moura@facc.ufrj.br)

#### RESUMO

O que distingue uma *startup* de negócios tradicionais é a sua necessidade e intenção de crescimento em escala de modo agressivo, comumente catalisado por intermédio da tecnologia. Na intenção de dar suporte ao desenvolvimento acelerado de *startups*, a indústria de financiamento de capital de risco cresceu rapidamente nos últimos anos, movimentando cerca de US\$ 621 bilhões em escala global, sendo R\$ 46,5 bilhões destes recursos destinados a *startups* brasileiras via mercado de *venture capital*. Dentro desse contexto, este artigo apresenta discussões acerca dos métodos e critérios de *valuation* praticados pelas firmas de capital de risco com sede no Brasil na avaliação de *startups* em estágio inicial, utilizando-se de entrevistas semiestruturadas com sócios e diretores de fundos de capital empreendedor bem estabelecidos no mercado. Embora os métodos mais utilizados sejam majoritariamente quantitativos, tal como evidenciada predileção dos entrevistados pelo método *venture capital*, seguido por múltiplos de setor e modelo de negócio, os critérios para seleção de startups são predominantemente qualitativos, com ênfase na complementaridade da equipe, com habilidades singulares entre os fundadores, e no mercado de atuação do negócio. O presente artigo também traz uma visão geral do mercado brasileiro de *venture capital* em 2022 e suas perspectivas futuras, minimizando, assim, assimetrias de informação no universo da pesquisa.

**Palavras-chave:** *Venture capital*; *startup*; *valuation*; estágio inicial; empreendedorismo.

#### ABSTRACT

Startups distinguish from traditional businesses models due to their need and intention to aggressively grow in scale, often catalyzed through technology. Aiming to support the accelerated development of startups, the venture capital financing industry has rapidly grown in recent years, moving around US\$ 621 billion on a global scale, with R\$ 46.5 billion of these resources directed to Brazilian startups via the venture capital market. Within this context, this article discusses the valuation methods and criteria practiced by venture capital firms based in Brazil when evaluating early-stage startups, using semi-structured interviews with partners and directors of well-established venture capital funds in the market. While the most frequently used methods are predominantly quantitative, as evidenced by the interviewees' preference for the venture capital method, followed by sector multiples and business model approaches, the criteria for selecting startups are predominantly qualitative. There is a strong emphasis on team complementarity, with unique skills among founders, and on the business's market positioning. This article also provides an overview of the Brazilian venture capital market in 2022 and its future prospects, thereby minimizing information asymmetries in the research realm.

---

\* Recebido em 04 de maio de 2023, aprovado em 20 de fevereiro de 2024, publicado em 17 de junho de 2025.

**Keywords:** *Venture capital; startup; valuation; early stage; entrepreneurship.*

## 1. INTRODUÇÃO

No século XXI, as *startups* têm se destacado pela escalabilidade proporcionada por novos modelos de negócios e tecnologias emergentes, tornando-se agentes de mudança no mercado e acelerando na criação de produtos e serviços em diversos setores econômicos. Desta maneira, a indústria financeira do capital empreendedor, fonte primária de financiamento para startups, tem crescido significativamente, com captação de investimentos em *startups* brasileiras via *venture capital* (VC) atingindo a quantia de R\$ 46,5 bilhões em 2021 (MINARDI, 2022). Tal formato de captação se tornou tão importante para acelerar seu crescimento que a capacidade de atração de novos investimentos, participação em processos de *M&A* e a própria abertura de capital se tornaram formas comuns de se definir o sucesso de uma *startup* (RODRIGUES *et al.*, 2021).

Entretanto, por se tratar de um investimento de risco, não há, necessariamente, um consenso que norteie o aporte inicial em *startups* pouco maduras. Métodos tradicionais de *valuation* raramente são utilizados pois, entre outros motivos, a taxa de risco corporativo é de difícil mensuração e o fluxo de caixa da empresa é recente demais para permitir o uso do método de Fluxo de Caixa Descontado. O que existe é um padrão mínimo de melhores práticas pertinente às etapas de seleção, avaliação, decisão e saída (MARQUES *et al.*, 2015), tal como o processo em diferentes estágios como forma de mitigação do risco (WRIGTH e ROBBIE, 1998) e multicriterial (MISHRA *et al.*, 2017), onde características quantitativas e qualitativas são julgadas conjuntamente, abrangendo desde o time envolvido no projeto até métricas específicas de negócio. Desta maneira, ainda que seja crucial para o sucesso de uma *startup*, não há clareza no processo pelo qual empreendedores são avaliados, sobretudo como o valor de sua companhia é calculado, sendo fundamental a compreensão de quais métodos de avaliação são efetivamente empregados nesse processo, proporcionando descobertas tanto para a comunidade acadêmica quanto para os investidores institucionais de capital de risco.

Neste sentido, o presente artigo investiga os métodos de *valuation* e os diferentes critérios de avaliação adotados por investidores de capital de risco na análise do valor de *startups* em estágio inicial no Brasil. Através de entrevistas semiestruturadas com sócios e diretores de fundos de capital empreendedor bem estabelecidos no mercado, agregamos dados primários atualizados à discussão e acrescentamos à análise um panorama do mercado de VC brasileiro (*early* e *late stage*), suas expectativas de futuro próximas e idiosincrasias, na tentativa de confirmar se ele segue em crescimento acelerado, apesar das recentes adversidades, como a pandemia e a guerra russo-ucraniana (seção 4.1). Na sequência, apresentaremos os métodos de *valuation* mais utilizados para auferir o valor justo do negócio ao precificarem sua participação em *startups*, partindo da hipótese de que os avaliadores automáticos próprios são utilizados em predominância (seção 4.2). Por fim, identificamos quais são os critérios mais comuns, sejam eles subjetivos ou objetivos, que impactam na avaliação do potencial de sucesso de uma *startup* enquanto ainda em estágio de crescimento, presumindo-se que o principal critério que distingue uma *startup* de alto potencial é a complementariedade dos perfis da equipe fundadora (seção 4.3).

Diversos autores já contribuíram à literatura abordando critérios de seleção de *startups* para investimento (CAMPANI *et al.*, 2021; MISHRA *et al.*, 2017; MARQUES *et al.*, 2015), ao passo que alguns direcionaram suas pesquisas aos métodos de *valuation* desses empreendimentos de alto risco (CAMPANI *et al.*, 2021; CARRETE *et al.*, 2020; HSU, 2007). Percebe-se, todavia, poucos estudos acadêmicos no Brasil relacionados à temática de *venture capital* e *valuation* de *startups*, e menos ainda daqueles que tratem especificamente da avaliação de *startups* em estágio inicial. Assim, este estudo aprofunda-se nas práticas de mercado ao entrevistar tomadores de decisão de fundos de investimentos de risco, utilizando-se do critério

comparativo entre os diferentes métodos adotados, ao contrário de grande parte das pesquisas que tem como fonte principal apenas a revisão da literatura acadêmica na área.

Assim, a relevância deste artigo reside na contribuição para o entendimento das estratégias de investimento em *startups*, identificando modelos de negócios consistentes e escaláveis em um mercado tecnológico ascendente. Ademais, é fundamental analisar as particularidades do mercado de capital de risco brasileiro, sobretudo no que se refere aos investimentos em estágio inicial (*early stage*), tema que ainda carece de investigação e análise acadêmica das melhores práticas adotadas, bem como das diferenças culturais e sociais que distinguem esse segmento específico do mercado global de *venture capital* e de estágios posteriores (*late stage*), minimizando assimetrias informacionais existentes no universo da pesquisa. Nesse sentido, a necessidade de enriquecer a discussão sobre o tema com dados científicos estruturados é mais um fator que justifica a elaboração deste artigo. O recorte específico explorado aqui tem despertado grande interesse tanto entre os profissionais de *venture capital* quanto entre empreendedores de *startups*. Ao focar no cenário brasileiro, esta pesquisa se torna inédita e valiosa, especialmente diante do fortalecimento recente da indústria de capital de risco no país.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1. CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO DE *STARTUPS EARLY STAGE*

Avaliar *startups* não é uma tarefa simples, sobretudo em se tratando de empresas em estágio inicial. Geralmente, estas empresas estão em processo de ajuste e experimentação, testando hipóteses sobre a adequação da solução aos problemas dos clientes e ao mercado, fase esta caracterizada por decisões críticas, mudanças frequentes ou erros de estratégia, tornando sua definição e avaliação um assunto deveras complexo. Diante do exposto, esta seção aborda os critérios pelos quais as *startups* em estágio inicial são selecionadas para aportes financeiros, bem como a maneira como os investidores determinam o valor justo para participação no negócio.

De acordo com o trabalho seminal de Macmillan *et al.* (1985), cinco dos dez critérios mais relevantes na tomada de decisão de investimento em *startups* em estágio inicial estão relacionados à experiência ou personalidade do empreendedor e cerca de 38% dos critérios de seleção utilizados usualmente referem-se ao produto ou mercado (IDEM, 1987). Embora os achados científicos sejam de grande valia ao início da discussão na temática, Hall e Hofer (1993) argumentam que critérios inerentes ao empreendedor (ou time gerencial fundador), à estratégia adotada e às informações financeiras não demonstraram associação relevante nas etapas de mapeamento e avaliação de proposta no processo de avaliação de *startups*. Neste mesmo sentido, Junior *et al.* (2020) apresentam duas reflexões importantes. Primeiramente, que a propensão à tomada de risco, outro fator qualitativo, possui correlação positiva com o sucesso dos empreendimentos. Adicionalmente, apontam a habilidade de persuasão e networking dos fundadores como inversamente proporcionais ao sucesso das startups, sugerindo que empreendedores bem-sucedidos acreditam firmemente em sua visão e se preocupam menos em ganhar apoio externo.

Embora os estudos tenham sido, em sua grande maioria, conduzidos em contexto internacional, artigos produzidos por acadêmicos brasileiros (MARQUES *et al.*, 2015; CAMPANI *et al.*, 2021) corroboram a constatação de que critérios qualitativos e relacionados à equipe fundadora são os mais importantes para os investidores, fortalecendo a premissa de que critérios qualitativos relativos às competências da equipe gestora prevalecem na avaliação de *startups early stage*. Malheiros *et al.* (2005) contribuem à tese da prevalência de critérios qualitativos nesse processo, ao argumentarem que o sucesso empreendedor se inicia com valores intrínsecos comuns a quem deseja fundar um negócio, seguido pela posse de habilidades de gestão e interpessoais, tais como manter relações produtivas com financiadores, clientes e colaboradores. De maneira análoga, Hsu (2007) aponta que características-chave dos

fundadores, como experiência anterior na criação de empresas, capital humano (incluindo treinamento e experiência profissional) e capital social (como habilidades interpessoais e carisma), têm uma influência positiva nas avaliações feitas pelos capitalistas de risco. Ademais, achados recentes apontam que “os critérios relacionados à equipe e administração, produto e mercado, competência da administração, bem como os critérios do fundo são os elementos de maior relevância no processo de decisão” (Marques *et al.*, 2015, p. 330). Esses critérios tendem a ser qualitativos (equipe e competência da administração) ou híbridos (produto e mercado, critérios do fundo), contrastando com avaliações puramente quantitativas. No mesmo sentido, Campani *et al.* (2021) revelam que a experiência da alta gestão da *startup*, critério também qualitativo, foi a única variável com significância estatística em sua pesquisa. Outros fatores, tais como a aceitação do produto comercializado pelo mercado, sintonia entre os fundadores e capacidade de adaptação dos gestores às necessidades e mudanças do mercado também são apontados por Arruda *et al.* (2014) como preditores da sobrevivência de startups brasileiras.

## 2.2. MÉTODOS DE VALUATION DE STARTUPS EARLY STAGE

Inúmeras técnicas de *valuation* são consagradas no mercado financeiro e adotadas extensivamente por investidores em métodos que variam desde modelos mais simples, práticos e objetivos, tal como a avaliação por múltiplos de mercado, àqueles mais subjetivos, refinados e complexos que, em função do maior nível de detalhamento, também resultam em uma maior probabilidade de êxito ao auferir o valor justo de uma organização (MARTINS, 2000), tal como o Fluxo de Caixa Descontado. Contudo, conforme apontado por Montani *et al.* (2020, p. 31), “métodos tradicionais de *valuation* são inadequados para *startups*” (tradução livre), sobretudo em função da escassez de dados históricos de receita e fluxo de caixa, bem como informações de mercado para comparação. Além disso, seus ativos são majoritariamente intangíveis e de difícil avaliação objetiva, conforme indicado anteriormente por Dusatkova e Zinecker (2016). Portanto, partindo do pressuposto que cada método de mensuração possua características próprias e devem ser analisados conjuntamente (PEREZ & FAMÁ, 2003), o modelo de avaliação escolhido deve quantificar os diferentes elementos que compõe a estrutura organizacional da *startup*, incluindo a estimativa de seus componentes intangíveis. Montani *et al.* (2020), por exemplo, distinguem diferentes métodos adotados especificamente para a avaliação de *startups*, frequentemente discutidos pela literatura acadêmica (TRICHKOVA, KANARYAN, 2015; DE SÁ, 2017), tais como os métodos de Opção Real, *Venture Capital*, *First Chicago* e Demonstração de Fluxo de Caixa Modificado. Todos buscam, em sua essência, propor um valor justo para uma *startup*, com escassez de informações e apoio em previsões de futuros prováveis, diferenciando-se individualmente pelos níveis de subjetividade e de influência de decisões e oportunidades futuras nas avaliações realizadas. Outro autor que explora o campo é De Sá (2017), destacando três principais métodos qualitativos em sua pesquisa: o Método Berkus, o Método Scorecard e o Método Risk Factor Summation. A seguir, a Tabela 1 apresenta quadro resumo sintetizando os métodos mencionados anteriormente bem como o tipo de metodologia adjacente (ora quantitativo, qualitativo ou híbrido), acrescido de informações complementares relevantes. Para aqueles que desejarem maior detalhamento sobre cada uma das diferentes metodologias, consultar o trabalho prévio de Santos, Junqueira e Salume (2020) que disserta sobre os diferentes modelos utilizados em *valuation* de *startups*.

Tabela 1: Métodos de *valuation* de *startups* em estágio inicial

Método	Tipo	Resumo (O valor da empresa...)	Referenciais
Opção real	Híbrido	... é igual ao valor da operação existente somado ao valor do portfólio de opções reais (decisões estratégicas) da companhia.	MONTANI <i>et al.</i> (2020) OLIVEIRA (2017)
<i>Venture capital</i>	Quantitativo	... é igual ao valor presente líquido de seu caixa no cenário mais provável, presumindo que este seja de sucesso.	TRICHKOVA, R.; KANARYAN, N. (2015) MONTANI <i>et al.</i> (2020)
<i>First Chicago</i>	Híbrido	... é dado pela média ponderada do seu valor projetado em três cenários distintos, considerando a probabilidade atribuída a cada um.	TRICHKOVA, R.; KANARYAN, N. (2015) MONTANI <i>et al.</i> (2020)
DFC modificado	Quantitativo	... depende de estimativas dos principais indicadores financeiros e operacionais. Trata-se de uma variação do método DFC, específica para a avaliação de negócios de risco elevado.	MONTANI <i>et al.</i> (2020) OLIVEIRA (2017)
Regra de terços	Quantitativo	... (após o aporte), a cada rodada de financiamento, é igual ao triplo da participação ofertada pelo investidor.	MONTANI <i>et al.</i> (2020)
Substituição	Quantitativo	... parte da estimativa de todos os custos que seriam necessários para recriar a mesma empresa, na mesma fase do ciclo de vida a qual a empresa se encontra.	MONTANI <i>et al.</i> (2020)
BP baseado em valor	Híbrido	... se dá a partir do valor presente dos ativos e passivos e do perfil de risco da firma de VC.	MONTANI <i>et al.</i> (2020) OLIVEIRA (2017)
Berkus	Qualitativo	... provém de cinco fatores de risco que podem somar até meio milhão de dólares cada, não podendo exceder US\$ 2,5 milhões no total. São eles: valor básico da ideia, tecnologia existente, time gerencial de qualidade, relações estratégicas e capacidade de produção e venda.	DE SÁ (2017) MONTANI <i>et al.</i> (2020)
Scorecard	Qualitativo	... é a média de <i>valuation pre-money</i> de <i>startups</i> similares, acrescida de seis variáveis potenciais com pesos relativos: time gerencial, tamanho da oportunidade/escalabilidade, produto/tecnologia, ambiente competitivo, marketing, necessidade de investimento adicional e outros.	DE SÁ (2017) MONTANI <i>et al.</i> (2020)
Avaliadores automáticos <i>web</i>	Híbrido	... é calculado por <i>Websites</i> com ferramentas de cálculo automático de <i>valuation</i> .	MONTANI <i>et al.</i> (2020)
Risk factor summation	Qualitativo	... tem origem na análise de doze tipos de riscos: quanto maiores forem, menor seu valor. Estes fatores são: time, estágio do negócio, competição, político, fabricação, vendas, capital, tecnologia, legal, internacional e de reputação.	DE SÁ (2017) MONTANI <i>et al.</i> (2020)

(Fonte: Autoria própria, 2022)

Cabe ressaltar, todavia, que não há atualmente um método “perfeito”, além de que todos os diferentes modelos analisados possuem limites significantes e muito espaço para melhoria

(MONTANI *et al.*, 2020). Neste sentido, Dittmann *et al.* (2004) argumentam que a aplicação de múltiplos métodos de avaliação reduz substancialmente a taxa de fracasso em acordos de investimento com empreendedores. De maneira complementar, Dhochak e Doliya (2019) sugerem que a gestão estratégica pode oferecer uma alternativa aos métodos tradicionais de valuation ao analisarmos *startups*, ao incluirmos no modelo variáveis como recursos humanos internos, recursos de mercado e networking dos fundadores.

Tal assertiva vai de encontro aos objetivos inicialmente expostos do presente trabalho e pretende abrir espaço para discussão conforme evolução dos achados aqui expostos. Deste modo, intenciona-se fomentar e acrescentar à discussão científica quanto às práticas de *valuation early stage* presentes na atualidade e em cenário pandêmico, tanto na instância acadêmica quanto nos mercados de *private equity* e *venture capital* em si.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Em relação à abordagem utilizada neste trabalho, a pesquisa caracteriza-se como qualitativa, buscando compreender o contexto em estudo a partir da perspectiva dos participantes envolvidos (VERGARA, 1990), utilizando dados abertos e detalhados, considerando as vivências relatadas pelos entrevistados para enriquecer a análise dos resultados (CRESWELL, 1998). No que se refere à sua natureza, a pesquisa é considerada aplicada, tendo por objetivo entender, descrever ou explicar os fenômenos naturais, buscando extrapolá-los para situações com contextos similares (NETTO, 2006; GOLAFSHANI, 2003).

Quanto à técnica de coleta de dados, optou-se pela entrevista semiestruturada, amplamente utilizada em pesquisas de campo e que configura uma pesquisa de caráter descritivo (GIL, 1999; BAUER e GASKELL, 2002), analisando o comportamento dos investidores de capital empreendedor brasileiros com foco em estágio inicial em relação aos critérios de avaliação e métodos de *valuation* por eles adotados. Para tanto, aplicou-se um questionário (Apêndice A) a tomadores de decisão de fundos de *venture capital*, buscando identificar padrões entre as percepções desses profissionais em relação ao atual estado do mercado de *venture capital* de estágio inicial no Brasil, bem como sua recente evolução diante das adversidades do mercado, como a Guerra Russo-Ucraniana e a pandemia da COVID-19.

A técnica escolhida para a análise das respostas foi a análise temática de conteúdo, composta por três fases: pré-análise; exploração do material; e tratamento dos resultados, inferência e interpretação (BARDIN, 2006). Tal abordagem permite identificar, descrever e interpretar as principais ideias, conceitos e significados presentes no material coletado, de forma sistemática e rigorosa. A primeira fase da técnica é a pré-análise, que consiste em organizar os dados e estabelecer os objetivos da pesquisa. Na segunda, denominada exploração do material, é realizada a leitura e reorganização das informações, a fim de identificar as unidades de registro, os temas centrais e as categorias de análise. Na última fase, conhecida como tratamento dos resultados, inferência e interpretação, são realizadas as inferências e interpretações dos resultados, a partir da análise das categorias definidas e da relação entre elas.

#### 3.2. PARTICIPANTES DA PESQUISA

Segundo dados do Crunchbase (2024), portal de dados globalmente reconhecido na temática de *startups* e *venture capital*, existem 215 organizações investidoras de *startups seed* e *series A* sediadas no Brasil. Assim, no que se refere à amostragem e utilizando o critério de seleção por acessibilidade (VERGARA, 1990), foram selecionadas para o presente estudo sete empresas de *venture capital* que investem em *startups* em estágio inicial, todas criadas e domiciliadas no Brasil, e de amplo destaque no segmento ao considerarmos critérios como reputação, anos de atuação e quantidade de negócios fechados (*deals*). Quanto ao número de respondentes, adotou-

se a teoria de que "não existe um método para selecionar os entrevistados das investigações qualitativas (...); o pesquisador deve usar sua imaginação social científica para montar a seleção dos respondentes" (BAUER, GASKELL, 2002, p.70).

Quanto ao perfil dos entrevistados, a prioridade foi para sócios e diretores dessas firmas. Na ausência do contato com esses, recorreu-se a *associates* e coordenadores, desde que tivessem ao menos um ano de experiência no setor. Assim, as posições dos respondentes de algumas das firmas de VC mais notórias do país, de níveis de maturidade variados, foram as de diretor, *associate* e analista. Foram atribuídos nomes fictícios tanto para as companhias (firmas F1, F2, F3, F4, F5, F6 e F7), como para os entrevistados (Entrevistados E1, E2, E3, E4, E5, E6 e E7). O contato inicial com os potenciais respondentes se deu por meio de redes sociais como LinkedIn e WhatsApp para convidá-los a participar da pesquisa.

### 3.3. INSTRUMENTO

Nesta pesquisa empírica foi utilizado um roteiro de perguntas que serviu como guia para a realização de entrevistas semiestruturadas, de acordo com os objetivos específicos do artigo. O roteiro inicial contou com dezoito perguntas, sendo complementado com questões espontâneas que surgiram durante as entrevistas, facilitando maior fluidez nas informações coletadas e em consonância à proposta de Manzini (1990).

O roteiro final de entrevistas contempla cinco blocos de perguntas. No primeiro bloco, foram coletadas informações sobre as características da empresa de capital empreendedor em que o entrevistado atua, bem como sua experiência prévia. Em seguida, foi realizada uma análise do contexto atual do *venture capital early stage* brasileiro. O terceiro bloco contrasta a movimentação dos investimentos *pre-seed* e *seed* e os de estágio avançado durante o período de crise entre 2020 e 2022, face às adversidades outrora apresentadas. Posteriormente, foram abordadas questões relacionadas aos métodos de *valuation* adotados pelos fundos brasileiros para avaliar *startups* jovens. Finalmente, os critérios de avaliação de *startups* foram objeto de perguntas, com o objetivo de se obter uma melhor compreensão de como as empresas são selecionadas. A duração média das entrevistas foi de trinta minutos.

### 3.4. PROCEDIMENTOS DE COLETA, ANÁLISE DOS DADOS E VALIDADE

O agendamento prévio das entrevistas individuais foi realizado por e-mail, WhatsApp ou LinkedIn, as quais foram realizadas de maneira remota através da plataforma Google Meets com gravação de vídeo consentida para posteriores transcrições, ocorridas durante o segundo semestre de 2022. Com exceção do E2, todas as entrevistas aconteceram durante o horário de trabalho, das 9h às 18h, com transcrição literal, incluindo, por exemplo, sinais que indicam entonações, sotaques, regionalismos e erros de fala, e se trata de uma transcrição mais detalhada, completa e informativa para o pesquisador (GUNTHER, 2006).

A técnica de análise dos dados utilizada foi a análise de conteúdo, procedimento este que vai além da simples descrição das características de determinada mensagem, contando também com a busca pelas causas e efeitos da mensagem, com o objetivo de fazer inferências sobre o conteúdo estudado (FRANCO, 2005). Para essa análise, foi realizada a categorização *a posteriori*, ou seja, as categorias definidas no estudo não serão predeterminadas, mas sim formuladas a partir do conteúdo fornecido pelas entrevistas.

Por fim, destaca-se, ainda, atenção especial dada pelos autores à validade interna e externa da pesquisa qualitativa. Seguindo as diretrizes de Günther (2006), destaca-se a adaptação dos construtos teóricos coerentes com a análise desenvolvida, um delineamento da pesquisa alinhado ao problema e objetivos do artigo, e procedimentos metodológicos eticamente detalhados e sólidos, conforme apontado por Koro-Ljungberg (2010), com destaque à responsabilidade na descrição integral das entrevistas e triangulação das ideias em quadro-resumo. Além disso, a validade externa, destacada por Hair Jr. et al. (2009), é sustentada pela

transparência na descrição dos procedimentos de coleta e análise, com destaque à seleção criteriosa de entrevistados relevantes ao contexto da pesquisa, apesar da generalização não ser, usualmente, objetivo da pesquisa qualitativa (ROCHA-PINTO; FREITAS; MAISONNAVE, 2008).

#### 4. A PESQUISA COM RESULTADOS E ANÁLISES

##### 4.1. MERCADO DE *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

###### 4.1.1. ESTADO ATUAL DO MERCADO DE *VENTURE CAPITAL EARLY STAGE*

O mercado brasileiro de *venture capital early stage* demonstra um potencial significativo para crescimento, conforme evidenciado após a condução de entrevistas. Em comparação com o mercado norte-americano, referência global em investimentos em *startups*, a participação do PIB destinada a essa modalidade ainda é mínima no Brasil, como observado pelo E2. No entanto, a captação de recursos para modelos de negócios como SaaS representa apenas 1% do montante captado nos Estados Unidos nos últimos 10 anos (EXAME, 2022). Outros fatores que corroboram com essa primeira assertiva incluem o aumento na quantidade de gestores de *venture capital*, empreendedores e *dry powder* (somatório do dinheiro injetado no fundo por investidores), assim como a maturidade do ecossistema de apoio ao empreendedorismo (cuja evolução é descrita no Apêndice B).

Um dos entrevistados (E7) pontuou que nunca houve tanto investimento em *dry powder* no Brasil. Em sua visão, a maior parte dos fundos de estágio inicial está capitalizada, pois normalmente se planeja visando um horizonte de dez anos para captar recursos, investir e colher os resultados dos aportes. Aliado a isso, fundos internacionais com tese focada na América Latina aguardavam por uma oportunidade para investir, a qual foi beneficiada pelo quadro político-econômico atual, conforme apontado pelo gestor. Ressalta-se, ainda, que a pandemia teve um impacto considerável nas decisões de investimento, resultando em um ano de correção nos *valuations* das empresas de tecnologia com um encarecimento no custo de capital e busca por investimentos mais conservadores. Embora os investidores de capital de risco tivessem bastante capital comprometido, os principais investidores (do inglês *leading partners*, LPs) têm mostrado cautela, como evidenciado pelos entrevistados E2, E6 e E7, devido ao desbalanceamento dos portfólios em decorrência das correções que os mercados públicos sofreram, resultando em uma exposição maior do que o planejado em investimentos de risco. Além disso, a guerra russo-ucraniana afetou indiretamente o Brasil e setores específicos por meio do aumento do preço das commodities e das taxas de juros, dificultando a captação de novos fundos por empresas de capital de risco, tal como apontado pelo E2.

A despeito da dificuldade de levantar capital ter prejudicado as *startups*, alguns fatores impulsionaram seu crescimento, tal como a aceleração da transformação digital, com enfoque na digitalização da economia real em setores como o *e-commerce* e *mobile computing*. Ademais, um dos entrevistados (E7) mencionou que as crises econômicas possibilitam inovações, tal como visto com o AirBnB e a Uber na crise financeira de 2008. Entretanto, também foi ressaltado que no momento de crise é “impossível de ter uma retrospectiva para sabermos exatamente qual é uma tendência que você ‘tá’ vivendo”. Ainda segundo o entrevistado (E7), a versatilidade das negociações de investimento também aumentou, tornando o processo mais flexível e permitindo que empreendedores brasileiros captassem mais facilmente com investidores estrangeiros, através de reuniões virtuais, antes evitadas nesse meio.

Fatores macroeconômicos, como a crescente taxa de juros, inflação e instabilidade geopolítica, afetaram não apenas o *venture capital* brasileiro, mas também economias mais desenvolvidas. Apesar da falta de liquidez comparada a países mais maduros, foi unanimidade entre os

entrevistados que o cenário de *venture capital* brasileiro não difere muito da realidade global. Vale pontuar, ainda, que a guerra russo-ucraniana afetou mais diretamente os países europeus, cujas matrizes energéticas são dependentes do gás natural vendido pela Rússia, havendo cortes devido às sanções econômicas contra o conflito e elevação aguda nas contas de energia elétrica, por exemplo.

Em resumo, constatou-se que o mercado brasileiro de capital de risco encontra potencial significativo para crescimento, com *dry powder* suficiente para financiar um maior número de rodadas de investimento. Embora a pandemia COVID-19 e a guerra na Rússia tenham desacelerado os investimentos de risco, elas também impulsionaram tendências e tecnologias, fortalecendo alguns setores e modelos de negócios de *startups*. Portanto, a hipótese de que o mercado brasileiro de *venture capital* de estágio inicial continua em crescimento foi confirmada, embora tenha sofrido uma breve desaceleração em seu ritmo nos últimos dois anos.

#### 4.1.2. INVESTIMENTOS EARLY STAGE E LATE STAGE EM PERÍODOS DE CRISE

Houve consenso entre os entrevistados que o capital empreendedor de estágio inicial apresentou maior solidez do que o de estágio avançado. Esse fato pode ser explicado principalmente por dois motivos. Primeiramente, o investimento em empresas de estágio avançado é acompanhado por uma maior aversão ao risco, uma vez que é alocado um volume exponencialmente maior de capital em cada companhia. Em segundo lugar, a oferta de *startups* neste estágio é reduzida, uma vez que são poucas as que alcançam essa maturidade, e delas, uma parcela menor ainda é financeiramente saudável. Os investidores de estágio inicial, por sua vez, adotam uma abordagem diferente, com uma estratégia de pulverização dos investimentos, colocando menos capital em um maior número de *startups* que naturalmente apresentam maior risco de falha, já que estão ainda descobrindo seus mercados, modelos de negócios e soluções.

Foi mencionado, por exemplo, que o VC *early stage* é acostumado a selecionar empresas queimando caixa, ao passo que o *late stage* tende a escolher aquelas que demonstram um EBITDA positivo, ganhando ainda mais expressividade em períodos de crise (E1). Além disso, nenhuma oferta pública inicial de ações foi concretizada em 2022 na B3 (SCARAMUZZO E AZEVEDO, 2022), afetando diretamente as companhias em estágios de série A e série B, pois a expectativa é de que estas atinjam esse marco de abrir o capital na bolsa em torno de dois ou três anos. Por isso, muitos investidores que apostaram em um IPO próximo para as empresas investidas tiveram as suas expectativas frustradas e decidiram realizar *follow-ons* do último aporte realizado, ou seja, investimentos subsequentes e extensões para que elas não morressem. Isto explica, em certo grau, a maior dificuldade das *startups* mais maduras em termos de *funding*: a captação de novas rodadas. Não obstante, nota-se que, pouco antes da pandemia da COVID-19, os fundos de VC ainda estavam atuando mais na fase de *growth* das empresas, com o modelo de negócios já validado e foco na escalabilidade em si (SARFATI, 2018).

Conforme apontado por Sellistre (2022), o número total de rodadas de investimento em *startups* no país subiu em 2022, enquanto o valor médio delas decaiu, corroborando ao argumento de que o impacto da crise global recente causou uma forte correção de *valuation* dessas companhias, e que a captação se tornou mais difícil para os empreendimentos mais maduros, que têm naturalmente uma necessidade de capital maior do que negócios mais jovens. Assim, pode-se perceber que o *venture capital early stage* apresentou melhor performance na crise atual do que o de *late stage*, estando em consonância com a hipótese apresentada. A aversão ao risco mostrou-se como o principal fator desse movimento no mercado brasileiro. Em virtude de decisões conservadoras, os fundos prezaram pela diluição do risco proveniente de uma carteira mais pulverizada com aportes menores. Também deve-se levar em consideração a quantidade de *startups* que avançam até um nível de maturidade de série C acima, por corresponder a uma pequena fração do que representa as pequenas *startups*.

#### 4.2. MÉTODO DE VALUATION DE STARTUPS PREFERIDO PELAS FIRMAS DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

O estudo sobre métodos de valuation em empresas de *venture capital* (VC) de estágio inicial no Brasil revela padrões distintos. Contrariando expectativas, nenhum profissional utiliza avaliador automático próprio com parâmetros fixos. Em seis das sete entrevistas, foi destacada a preferência por combinar pelo menos dois métodos, com ênfase no método VC (cinco menções) e múltiplos (quatro menções). A tabela abaixo (Tabela 2) exhibe quais métodos são adotados por quais entrevistados, junto à relação do total de usuários por método na última linha:

Tabela 2: Métodos de *valuation* de *startups* adotados pelas firmas de *venture capital* entrevistadas

Entrevistado	VC	Múltiplos	Estudo de Sensibilidade	Benchmarking / Base Rates	DCF	Método Próprio	Scorecard
<b>E1</b>	Sim	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim
<b>E2</b>	Sim	Sim	Não	Não	Não	Sim	Não
<b>E3</b>	Sim	Não	Não	Sim	Não	Não	Não
<b>E4</b>	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
<b>E5</b>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
<b>E6</b>	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não
<b>E7</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>

(Fonte: A autoria própria, 2022)

Conforme também identificado em Akkaya (2019), observa-se que método VC tem se tornado popular devido à abordagem que busca retornos potenciais elevados, alinhando-se à literatura que enfatiza a necessidade de considerar a alta incerteza e potencial de crescimento em *startups* (Montani *et al.*, 2020; De Sá, 2017). A maioria dos entrevistados (E2, E3, E6 e E7) incorpora o método VC a um conjunto de métodos, enquanto um entrevistado (E7) o considera mais uma arte do que ciência.

O segundo método mais utilizado é baseado em múltiplos de setor, apresentando abordagens tradicionais e estáticas. A adaptação de múltiplos para modelos de negócios específicos, como SaaS e marketplaces, destaca-se, embora a principal dificuldade seja a falta de receita anual em *startups* de estágio inicial. A pesquisa também evidencia o uso frequente do método *football field* e estudos de sensibilidade, ambos explorando faixas de valuation geradas por diferentes métodos (E4 e E5 combinam com múltiplos e DCF, respectivamente) para encontrar a interseção e calcular o valuation-médio da empresa.

Em termos de *benchmarking* para *valuation*, E3, E5, E6 e E7 observam dados como as medianas globais de *valuation* através de números divulgados em plataformas tais como Crunchbase, CB Insights e PitchBook. A escassez de informações sobre *deals* no mercado privado brasileiro é uma dificuldade comum a quatro dos sete entrevistados, levando à comparação com múltiplos estrangeiros, apesar das diferenças significativas nos ambientes de investimento. Embora o Fluxo de Caixa Descontado (DCF) demande dados históricos indisponíveis para *startups early stage*, é considerado relevante por sua adaptação ao mercado brasileiro, conforme apontado anteriormente por Oliveira (2017).

Dois dos entrevistados evidenciaram, ainda, a utilização de métodos próprios criados através de adaptações dos métodos já existentes. No caso do E1, por exemplo, os três métodos do *mix* elaborado são adaptações: para empresas de *SaaS*, utilizam o múltiplo de *ARR* (Receita Recorrente Anual). Para empresas com faturamento anual superior a R\$ 6 milhões, aplicam múltiplos de mercado descontado do mercado norte-americano acrescido do “risco Brasil”, ajustado de acordo com potencial, risco e avaliação financeira do negócio. No caso de empresas que faturam menos de R\$ 6 milhões, criaram um *scorecard* próprio, que analisa potencial e risco de três fatores: mercado, tecnologia e equipe. Este, sintetiza o *scorecard* tradicional, como proposto por De Sá (2017), que inclui sete itens: equipe, tamanho da oportunidade, produto, ambiente competitivo, marketing, canais de vendas e parcerias, necessidade de capital adicional e “outros fatores”. Por outro lado, o Entrevistado E2, optou por utilizar um método adaptado do DCF, no qual estressa o balanço patrimonial da empresa para compará-lo a múltiplos de mercado e validar a oportunidade com o método VC.

Quanto aos benchmarks, há variação nas respostas. E1, por exemplo, vê mais o uso de múltiplos para negócios de modelo de negócios *SaaS*. Já E2 não enxerga um padrão de método de *valuation*, mas sim um problema em comum: a dificuldade na busca por informação e o preço elevado das plataformas que entregam essa informação “de um jeito muito insuficiente”. Este problema agrava a dificuldade de avaliação objetiva dos ativos intangíveis das *startups*, conforme também citado por Montani *et al.* (2020) e Dusatkova e Zinecker (2016).

De maneira oposta, E6 traz um novo elemento à equação: a competição. Segundo o próprio, não importa um *valuation* “perfeito”: caso o empreendedor consiga uma oferta melhor em outro fundo, ela quem norteará o valor da companhia na prática. Por fim, o E7 diz variar de acordo com o estágio do investimento, sendo mais comum utilizar múltiplos para *early stage*, ao passo que prefere os métodos VC e DCF para *late stage*. Tanto o Entrevistado E3 quanto o E6 lembraram também de empresas, normalmente aceleradoras, que investem com valores mais fixos de tamanho do cheque e diluição, sem avaliar o preço de cada empreendimento individualmente, por este estar predefinido.

Assim, há indícios de que o uso de avaliadores automáticos para cálculo do *valuation* de *startups* em estágio inicial estava equivocado uma vez que, através das entrevistas, percebeu-se que métodos tradicionais protagonizam o cenário de VC *early stage* no país, sendo mais comuns os métodos VC e de múltiplos. Interessa observar que os mesmos métodos são aplicados em momentos e de formas diferentes, dependendo da firma em questão, mesmo que estejam atuando em um estágio similar de investimento.

#### 4.3. CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE *STARTUPS* PARA INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL*

Não bastasse ser reconhecido por todos os entrevistados como um dos mais importantes na seleção de *startups* de estágio inicial, o fator “equipe” é o mais relevante para quatro deles (E4, E5, E6 e E7); consoante com as pesquisas de Marques *et al.* (2015) e Malheiros *et al.* (2005). Na tabela a seguir, estão todos os critérios considerados pelos investidores, assim como o total de vezes que foram citados:

Tabela 3: Critérios de seleção de *startups* adotados pelas firmas de *venture capital* entrevistadas

Entrevistado	Equipe	Mercado	Solução	Processos	Preço	Timing
<b>E1</b>	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não
<b>E2</b>	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não
<b>E3</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não
<b>E4</b>	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Não
<b>E5</b>	Sim	Não	Não	Não	Não	Sim
<b>E6</b>	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não
<b>E7</b>	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

(Fonte: Autoria própria, 2022)

O segundo critério mais mencionado pelos entrevistados foi o tamanho de mercado, sendo citado por todos, exceto um, e corroborando a pesquisa de Van Ornasbrugge e Robinson (2000). Isso se deve, segundo um dos entrevistados, ao fato de que "por mais que se tenha uma equipe espetacular capaz de se manter financiada, viva e possua uma tecnologia e solução incríveis, nunca será maior do que seu mercado." Além disso, metade dos outros entrevistados enfatizou que o tamanho de mercado é o critério principal acima dos outros utilizados, mas empatado com o fator "equipe". É possível observar, também, que o terceiro critério mais frequente nas falas dos entrevistados foi a solução, como apontado também por Marques *et al.* (2015). E1, por exemplo, destacou que uma solução ideal para se investir é aquela capaz de sustentar diferenciais competitivos de longo prazo e difícil de ser copiada, ao passo que E3 associou a solução com o mercado, criando um único critério denominado "oferta".

O critério de processos não teve tanta proeminência, porém esteve entre os principais critérios dos E3 e E4. Além disso, E3 foi o único a mencionar o preço, ou seja, os valores, termos e condições da negociação como um critério avaliado, enquanto E5 adicionou o *timing* da solução no mercado, defendendo que as soluções nas quais investe são inovações em que se aposta e é preciso ter convicção suficiente para fazer a aposta, sendo essa convicção sempre proveniente de dados.

A partir da análise das entrevistas, constata-se que a hipótese foi parcialmente validada, tendo em vista que o critério mais relevante para os investidores de *startups* é a qualidade da equipe. No entanto, a presença de habilidades distintivas entre os membros do time inicial da empresa é equivalente à complementaridade dos perfis do time fundador como um critério importante para realizar um investimento. Hsu (2007) e Macmillan *et al.* (1985) confirmam a importância da singularidade da experiência dos empreendedores, enquanto Junior *et al.* (2020) ressaltam que a habilidade de persuasão *networking* dos fundadores pode ser inversamente proporcional ao sucesso as *startups*. Com exceção dos E1, E2 e E6, a complementaridade foi considerada como um dos critérios prioritários pelos demais entrevistados.

Além disso, a singularidade da experiência dos empreendedores foi mencionada de alguma forma por todos os entrevistados, seja em termos de tempo de trabalho no setor ou na função, ou por possuir conhecimentos, habilidades e atitudes únicas. Inclusive, o E2 ressaltou que hoje se importa mais com a existência de características únicas que façam dos fundadores atipicamente adequados para empreender e/ou atuarem naquela tese. A visão do E1 corrobora

em parte com essa, pois reforça que contanto que contanto que consigam atrair no resto da equipe as qualidades complementares necessárias, não precisam centrá-las todas em si.

Ao serem questionados quanto à diferença desses critérios na avaliação de *startups* de estágio avançado, foram vistas interpretações diferentes de uma mesma resposta, que foi bem resumida pelo E4 com a frase “eu vejo que no começo essa parte de *early stage* fica muito no sonho e ali no *late* fica mais em realização”. Negócios em estágio avançado já têm histórico de métricas maior e validação mercadológica, portanto são cobrados de resultados financeiros com base em metas e projeções robustas das firmas investidoras.

Enquanto isso, nos empreendimentos mais recentes, o crivo do investidor tende a ser mais centrado nos fundadores, como explicado pelo E2, mas ao longo da maturação da *startup* passa a se olhar para o time como um todo. Por fim, a preocupação central passa a ser os números em si, a realização da promessa, e não a mecânica daquilo que pode vir a ser. Esses números passam a incorporar métricas como custo de aquisição do cliente, penetração de mercado, *market-share*, entre outras.

Conclui-se, então, que a complementariedade da equipe é um dos critérios mais importantes na avaliação de *startups early stage*, mas não a número um. Esta posição é ocupada pela experiência singular do time fundador, que pode complementar o quadro da sua equipe com competências-chave e cobrindo as lacunas de conhecimentos e habilidades necessárias para o sucesso do empreendimento. No que se refere ao *late stage*, o foco migra gradualmente dos fundadores para a apresentação de resultados e métricas saudáveis de crescimento, como sugerido por Hall e Hofer (1993). Pode-se afirmar, por conseguinte, que a hipótese de que a complementariedade dos fundadores é o principal critério do *VC early stage* foi parcialmente confirmada.

## 5. CONCLUSÕES

Este estudo investigou o mercado de *venture capital* brasileiro, com enfoque especial em métodos de avaliação de *startups* em estágio inicial. Para isso, foram entrevistados sete profissionais que atuam diretamente com investimento em *startups* em algumas das principais firmas nacionais. Também foram discutidos tópicos relacionados aos critérios utilizados na seleção de *startups* pelos investidores, que servem como base para a análise e escolha das empresas que receberão investimentos de capital.

Após análise criteriosa das respostas, observou-se que o mercado de *venture capital early stage* no Brasil continua crescendo, apesar das adversidades da crise global, com potencial para expansão devido à disponibilidade de recursos. Em comparação com o *late stage*, empresas mais maduras enfrentaram dificuldades para obter novos investimentos devido a *valuations* superiores às expectativas, consequência da alta oferta de capital empreendedor e da escassez de empresas que pudessem absorvê-lo. Ademais, os efeitos da pandemia e da guerra russo-ucraniana foram sentidos por meio do aumento das taxas de juros globais e da redução do interesse dos investidores de fundos em *venture capital*.

Por um lado, observou-se que o método de valuation preferido pelos investidores em estágio inicial no Brasil foi o *venture capital*, seguido por múltiplos de setor e modelo de negócios, adaptado de Damodaran (2010). Por outro, foi enfatizada como critério crucial na seleção de *startups* a complementariedade da equipe, com habilidades singulares entre os fundadores. É importante destacar que, embora os critérios para a seleção de *startups* para investimento sejam predominantemente qualitativos, os métodos de avaliação mais utilizados são majoritariamente quantitativos.

A escassez de literatura sobre métodos qualitativos de avaliação de *startups* no Brasil é preocupante, sobretudo à luz das considerações de Montani *et al.* (2020) ao afirmar que os métodos tradicionais de *valuation* são inadequados para *startups*, destacando-se a adaptação dos métodos tradicionais ao mercado brasileiro. Notavelmente, o ambiente de investimento-

anjo e aceleradoras tende a recorrer a técnicas qualitativas, dada a ausência de receita em muitos desses empreendimentos iniciais, uma escolha pragmática que pode ser vista como um esforço para preencher a lacuna deixada pelos métodos quantitativos convencionais.

Com os resultados obtidos, os investidores têm a oportunidade de identificar os métodos de valuation mais adequados, reconhecendo a necessidade de combinar diversas técnicas para alcançar uma avaliação justa do negócio. A abordagem sugerida envolve a utilização do método VC, combinado com a análise de múltiplos e a referência a dados de benchmark disponíveis em plataformas como Crunchbase e PitchBook. Além disso, a clareza dos critérios de seleção de *startups* permite que os fundos de capital empreendedor aprimorem suas decisões de investimento, buscando oportunidades mais promissoras.

Para os empreendedores, muitas vezes desinformados sobre esses aspectos, há a oportunidade de se prepararem de maneira mais eficaz para atrair investimentos de VC. Isso envolve corrigir deficiências da empresa em relação aos critérios dos investidores. Ao apresentarem suas empresas aos gestores de fundos, os empreendedores agora podem fazer isso com maior propriedade sobre o valor de suas empresas, evitando precificações excessivas e expectativas irrealistas na captação de fundos. Essa abordagem visa estabelecer uma relação mais equilibrada e informada entre investidores e empreendedores.

Embora tenha seu escopo limitado aos métodos e critérios de avaliação de *startups* de estágio inicial no país, o presente artigo abre possibilidades de investigações futuras no sentido de explorar e entender como atuam as firmas de VC *late stage* brasileiras e as percepções delas no que se refere às suas atuações em períodos de crise. Uma vez que o método selecionado foi a entrevista semiestruturada, a amostragem ainda é pequena, se comparada ao universo de investidores atuantes nesse mercado, havendo espaço para que se amplie a investigação a mais investidores não apenas no Brasil, mas também em outros países emergentes. Outro campo pouco estudado no Brasil e de crescente relevância é o capital de risco corporativo (CVC), no qual uma corporação investe em participações de uma *startup* da qual não tem detém o controle, tópico relacionado ao presente artigo, mas com singularidades e idiosincrasias ainda pouco exploradas.

## REFERÊNCIAS

- AKKAYA, M. Startup valuation: Theories, models, and future. **Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses** (pp. 137-156). 2020. IGI Global.
- ARRUDA, C.; NOGUEIRA, V.; COZZI, A.; COSTA, V. Causas da mortalidade de startups brasileiras. **Núcleo de Inovação e Empreendedorismo, Fundação Dom Cabral**, p. 33, 2014.
- BARDIN, L. Análise de conteúdo. **Lisboa: Edições 70**; 2006.
- BAUER, M. W.; GASKELL, G. Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático. **Editora Vozes Limitada**, 2002.
- BLANK, S; DORF, B. The startup owner's manual. The Step-by-Step Guide for Building a Great Company. **K&S Ranch**, 2010.
- CAMPANI, C. H; CHENG, Y. de A.; ROQUETE, R. M.; Founder's Added Value in a *Startup Valuation*. Could an Expert be Worth an Extra Penny?. **Revista Ciências Administrativas, [S. l.]**, v. 27, n. 3, 2021.
- CAPANEMA, A. Análise de Empresas de Tecnologia no Crunchbase. **Janeiro de 2024**. Disponível em: <https://www.crunchbase.com/discover/principal.investors/f697d44f2025cc6be573d49236aeac8>. Acesso em: 19/02/2024.
- CARRETE, L. S.; KRAKAUER, D.; MARQUES, J. A. *Valuation* de uma spin-off brasileira de cloud computing voltada para o mercado de pequenas e médias empresas. **Iberoamerican Journal of Strategic Management (IJSM)**, v. 19, n. 2, p. 28-39, Apr./June 2020.

- CRESWELL, J. Five qualitative traditions of inquiry. In: CRESWELL, J. *Qualitative inquiry and research design: choosing among five traditions*. Thousand Oaks, Califórnia: Sage, 1998. p. 47–72.
- DAMODARAN, A. It is all relative multiples, comparables and value. **Retrieved May**, v. 19, p. 2019, 2010.
- DE SÁ, M. G. C. O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma Reflexão Sobre O Ecossistema dos Empreendimentos Inovadores a Partir da Visão do Investidor. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 97-120, 2017.
- DHOCHAK, M; DOLIYA, P. Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches. **Journal of Multi-Criteria Decision Analysis**, v. 27, n. 1-2, p. 39-49, 2019.
- DITTMANN, I.; MAUG, E.; KEMPER, J. How fundamental are fundamental values? Valuation methods and their impact on the performance of German Venture Capitalists. **European Financial Management**, 10, 609–638, 2004.
- DUSATKOVA, M. S.; ZINECKER, M. Valuing start-ups—selected approaches and their modification based on external factors. **Business: Theory and Practice**, v. 17, p. 335, 2016.
- FRANCO, M. L. **Análise de conteúdo**. Editora Autores Associados, 2005.
- GIL, A. C. Métodos e técnicas de pesquisa social. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GOLAFSHANI, N. Understanding reliability and validity in qualitative research. **The Qualitative Report**, v. 8, n. 4, p. 597-607, dec. 2003.
- GUNTHER, H. Pesquisa qualitativa versus pesquisa quantitativa: esta é a questão? Instituto de Psicologia, Universidade de Brasília, 2006. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ptp/a/HMpC4d5cbXsdt6RqbrmZk3J/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 6 nov 2022.
- HAIR JR., J. F. et al. *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Porto alegre: Bookman, 2009.
- HALL, J.; HOFER, C. W. Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. **Journal of Business Venturing**, v. 8, n. 1, p. 25-42, 1993.
- HSU, D. H. Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and *venture capital* funding. **Research policy**, v. 36, n. 5, p. 722-741, 2007.
- JUNIOR, J. R. S.; ADORNO, O. A.; MARINHO, B. L.; SAVOIA, J. R. F.. Successful startups: do their entrepreneurs share a common characteristic? **Revista da Micro e Pequena Empresa (RMPE)**, [S.l.], v. 14, n. 3, set.-dez. 2020.
- KORO-LJUNGBERG, M. Validity, responsibility, and aporia. **Qualitative Inquiry**, v. 16, n. 8, p. 603-610, 2010.
- MACMILLAN, I. C.; DAY, D. L. Corporate ventures into industrial markets: Dynamics of aggressive entry. **Journal of Business Venturing**, v. 2, n. 1, p. 29-39, 1987.
- MACMILLAN, I. C.; SIEGEL, R.; NARASIMHA, P. N. S. Criteria used by *venture capitalists* to evaluate new venture proposals. **Journal of Business Venturing**, v. 1, n. 1, p. 119-128, 1985.
- MALHEIROS, R. C. C. *et al.* Viagem ao Mundo do Empreendedorismo. Florianópolis: IEA – Instituto de Estudos Avançados. 2a edição, 2005.
- MANZINI, E. J. A entrevista na pesquisa social. **Didática**, v. 26, p. 149-158, 1990.
- MARQUES, V. A.; DE SOUZA, A. A.; FERREIRA, A. Os critérios de avaliação utilizados no processo decisório dos fundos de investimentos em capital empreendedor. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**. 2015; 8(2):317-340.
- MARTINS, E. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. **Caderno de estudos**, São Paulo, n 24, p. 28-37, 2000.
- MINARDI, P. O mercado de *startups* vive um ajuste. **ABVCAP**. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-imprensa.aspx?id=5322>. Acesso em: 10/11/2022.
- MISHRA, S.; BAG, D.; MISRA, S. *Venture capital* investment choice: Multicriteria decision matrix. **The Journal of Private Equity**, v. 20, n. 2, p. 52-68, 2017.

- MONTANI, D.; GERVASIO, D.; PULCINI, A. *Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends*. **International Business Research**; Vol. 13, No. 9; Published by Canadian Center of Science and Education, 2020.
- NETTO, A. A. De O. Metodologia de Pesquisa Científica: Guia Prático para Apresentação de Trabalhos Acadêmicos. 2 ed. Florianópolis: **Visual Books**, 2006. P. 176.
- OLIVEIRA, F. B. Metodologias de valuation para empresas startups. 2017. 103 f. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão) – Universidade Federal Fluminense. Escola de Engenharia, Niterói, 2017.
- PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Avaliação de Empresas e Apuração de Haveres em Processos Judiciais: uma análise segundo a Teoria de Finanças. 2003. **Seminário em Administração, FEA/USP-SEMEAD, VI, Anais. São Paulo**. Disponível em: <http://sistema.semead.com.br>. Acesso em: 01 fev. 2024.
- RIES, E. A *startup* enxuta: Como usar a inovação contínua para criar negócios radicalmente bem-sucedidos. **Editora Sextante**, 2012.
- ROCHA-PINTO, S. R.; FREITAS, A. S.; MAISONNAVE, P. R. Métodos interpretativistas em administração: as implicações para o(a) pesquisador(a). in: **Encontro Da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 32., 2008, Rio de Janeiro. Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.
- RODRIGUES, F.; RODRIGUES, F. A.; RODRIGUES, T. V. Modelos de Machine Learning para predição do sucesso de *startups*. **Revista de Gestão de Projetos**, v. 12, n. 2, p. 28-55, 2021.
- SANTOS, P.; JUNQUEIRA, L. R.; SALUME, P. K. Valuation das startups. **XI EGEPE, Anais do Congresso. Minas Gerais**, 2021. ISSN: 2525-7838.
- SARFATI, G. Quem (e como) investe em startups brasileiras. **GVEXECUTIVO**, v. 17, n. 3, p. 12- 16, maio/jun. 2018. Fundação Getúlio Vargas, 2018.
- SCARAMUZZO, M.; AZEVEDO, R. IPOs devem voltar a ganhar fôlego em 2023. **Revista Valor Econômico**. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/12/12/ipos-devem-voltar-a-ganhar-folego-em-2023.ghtml>. Acesso em: 15/03/2023.
- SELLISTRE, I. Private equity & venture capital: consolidação de dados da indústria. **Portal ABVCAP**. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5461.pdf>. Acesso em: 19/02/2024.
- TRICHKOVA, K. Startups valuation: approaches and methods. **In: First Balkan Valuation Conference “Best Valuation Practices”**, 19-21 June 2015, Sofia, Bulgaria, 2015.
- VAN OSNABRUGGE, M.; ROBINSON, R. J. Angel investing: Matching startup funds with startup companies--the guide for entrepreneurs and individual investors. **John Wiley & Sons**, 2000.
- VERGARA, S. C. Tipos de pesquisa em administração. Fundação Getúlio Vargas, 1990. Disponível em: [https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/12861/000055299\\_52.pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/12861/000055299_52.pdf). Acesso em: 10 out. 2022.
- WRIGHT, M.; ROBBIE, K. *Venture capital* and private equity: A review and synthesis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 5-6, p. 521-570, 1998.