



fu
se

21
Q2

O NOVO NORMAL DO VENTURE CAPITAL

Introdução

Nos últimos anos, em especial em 2020 e 2021, o valor das rodadas de captação de investimentos e de valuations de startups vêm subindo globalmente. No Brasil, isso se dá em grande parte pelo amadurecimento do ecossistema, mas também, pela entrada de players internacionais, além do ingresso dos já tradicionalmente focados em Private Equity nos estágios iniciais, como Séries A e B.

Mas, com os fundos late stage se aventurando em rodadas anteriores (Séries A e B), os fundos early stage passam a ter de oferecer produtos e serviços diferenciados, para alcançar, assim, nichos distintos.

A Fuse Capital ("Fuse") tem como intuito diferenciar-se de um Venture Capital tradicional, justamente por se posicionar como uma casa de

2

"Aquele que deseja o sucesso constante deve mudar sua conduta com o tempo."

Nicolau Maquiavel

Entre os players globais, destaca-se a Tiger Global Management (no país, suas investidas incluem Loft, GetNinjas, Cora e Vtex), que, com sua estratégia de "jogar um jogo diferente", vem sendo disruptora no mercado e deixando fundos tradicionais de Venture Capital ("VC") para trás, ao proporcionar mais capital e, claro, maiores valuations.

As rodadas seed, ao que tudo indica, ainda estão protegidas das marcações posteriores, com valores se mantendo mais estáveis e fundos locais ainda muito atuantes, por se disponibilizarem a proporcionar uma abordagem mais hands on.

ilíquidos alternativos, que busca assimetrias no mercado e cria produtos que se encaixam. É o caso de seu fundo Fuse Capital I, o primeiro **híbrido** (equity e dívida não conversível) de early stage de VC no Brasil.

O fundo híbrido foi o começo de uma trilha de inovação da Fuse, que atualmente já conta com outros três produtos diferenciados. Estes são apenas os primeiros de muitos produtos inovadores e disruptivos que estamos desenvolvendo, proporcionando um modelo de Venture Capital à frente do vigente.

Cenário Global: Coronavírus, o Black Swan de 2020?

De 2016 a 2020, o investimento mundial em startups, de acordo com a CB Insights Ventures (Report Q2 2021), dobrou e ultrapassou a marca impressionante de 300 bilhões de dólares. Aliás, somente entre 2019 e 2020 o aumento foi de 14%. Esse, contudo, não era o cenário esperado.

Em março de 2020, foi publicado pelo fundo Sequoia Capital o artigo intitulado “Coronavírus, o Black Swan de 2020”, que comparava o cenário esperado para o curto prazo com aquele pós-crise de 2008. No documento, os autores afirmaram: “Não sabíamos então, assim como não sabemos agora, por quanto tempo ou quão acentuada ou superficial será a recessão que enfrentaremos.”

O artigo traduzia uma percepção de insegurança e preocupação a respeito das expectativas no mundo de Venture Capital, mais especificamente, de um temor quanto à recessão que se avizinhava e afetaria o mundo das startups.

Ao avançar para julho de 2021, deparamos-nos com uma realidade completamente diferente daquela apontada pelo artigo, com investidores tornando-se mais ágeis e dispostos a tomar riscos maiores no setor. Somente nos primeiros seis meses de 2021, de acordo com dados da CB Insights Ventures, foram investidos 292,4 bilhões de dólares, um número bastante expressivo, sobretudo se comparado ao valor total de 302,6 bilhões de dólares investidos em 2020.

E ao que se devem esses números extraordinários?

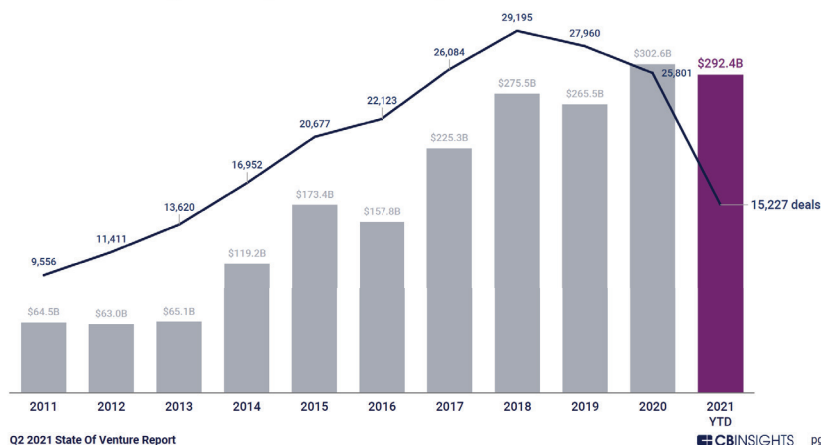
Para a Fuse, o aumento é resultado da conjunção de dois fatores: grande liquidez no mercado e enorme digitalização de economias inteiras, que se originaram, paradoxalmente, da própria tragédia da pandemia, e acabaram por determinar a necessidade das empresas de adotar novas tecnologias, com modelos de negócios inovadores e comportamentos de consumidores inéditos.

Somado aos fatores acima, há de se destacar o sucesso que o espaço de aplicativos de nuvem alcançou nos últimos anos, tornando possível elaborar várias ideias que, até então, viam-se impedidas por seu alto custo de implementação. Isso se refletiu, em especial, no aumento das megarodadas, aportes de mais de 100 milhões de dólares em grandes startups, que só neste ano originaram 249 novos unicórnios (CB Insights, Q2 2021- State of Venture Report).

Ao mesmo tempo em que se observava as movimentações apontadas acima em relação aos novos investimentos, a constatação de aumentos de eventos de exits em IPOs de empresas, apoiadas por Venture Capital, deu um novo impulso ao mercado, face à constatação da existência de formas de liquidez para os investidores.

Diante desta realidade, podemos afirmar que o forte desempenho nos mercados públicos em ativos de tecnologia, unido aos valores recordes arrecadados por startups, acena para um cenário de aumento do ritmo de captações para 2021 e para os anos seguintes. Esse cenário global também está sendo reproduzido na América Latina, com especial destaque para o Brasil.

Global funding already close to last year's 12-month total



Brasil: “É uma história sobre talento, não dinheiro.”¹

Há uma década, apesar de deter uma das maiores taxas de penetração de internet no mundo e abrigar uma classe média em ascensão, a América Latina tinha um ecossistema de startups desanimador, com fundadores importando ideias dos Estados Unidos sem considerar se, de fato, elas teriam uma aplicação local ou sem que os próprios tivessem a capacidade técnica suficiente para explorá-las (“The Latin American Startup Opportunity”, Sequoia Capital).

Passados seis meses de 2021, deparamos-nos com a América Latina batendo recordes na atividade de Venture Capital, alcançando 9,3 bilhões de dólares em captações (“Q2 2021 State of Venture Report”, CB Insights).

Na América Latina, o Brasil é o grande líder em investimentos de ativos de risco, captando mais de 50% do montante total, com mais de 5,6 bilhões de dólares até o momento, um aumento de 334% em relação ao mesmo período de 2020. Chegamos, então, ao Brasil “em 2021 com o ecossistema provado, maduro e com muita liquidez”².

Nossa maturidade, portanto, tem atraído players globais. Sobre ela, a Sequoia Capital afirmou:

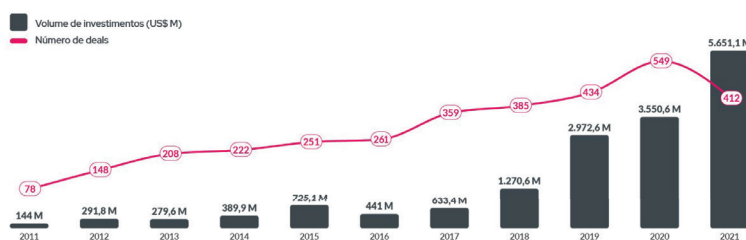
“Ficamos maravilhados com a qualidade dos fundadores na onda atual. Eles nos parecem ter ambição em grande escala, pensamento estratégico, controle rígido sobre métricas, excelência operacional, energia contagiante e paixão pelo que estão construindo.” (“The Latin American Startup Opportunity”)

Esse cenário aquecido ocorreu por alguns fatores, entre os quais, destacamos:

(a) **Crescente disponibilidade de capital:** na última década, observou-se uma queda de juros inédita no Brasil, tendo a SELIC alcançado 2% a.a. em 2021, número jamais visto no país (recentemente, a taxa tem-se elevado, mas se situa em patamares baixos para nossos padrões). Nessas circunstâncias, o brasileiro, até então acostumado com taxas médias elevadíssimas, viu-se obrigado a buscar alternativas para aplicação de seus recursos, como forma de obter rendimentos mais adequados do que aqueles resultantes do mercado de renda fixa. Nessa procura, os investidores enxergaram

4

Evolução de investimentos de VC no Brasil 2011 – 2021



Comparação Número de deals - Julho 2020 x 2021



Fonte: Report Inside VC, Distrito, Jul. 2021

1. HEIM, Anna & WILHELM, Alex. “Why Latin American venture capital is breaking records this year”, TechCrunch, Jul. 2021.

2. RODRIGUES, Romero, “Venture Capital no Brasil: como chegamos até aqui e o que vem daqui pra frente”, Redpoint events.

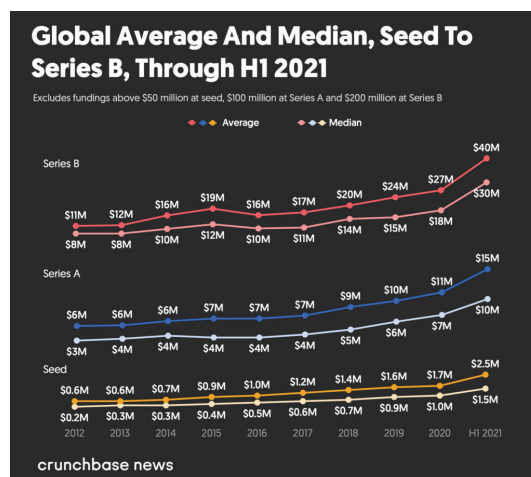
no mercado de Venture Capital uma oportunidade de elevar seus lucros, ainda que acompanhados de maiores riscos e menor liquidez.

(b) **Amadurecimento do ecossistema de inovação e Venture Capital:** o sucesso de startups como Nubank, Loggi e Quinto Andar impulsionou uma nova geração de empreendedores, jovens que decidiram ir para o mercado de inovação e não mais para o corporativo. Somado a isto, está a volta de empreendedores seriais que já construíram seus negócios e retornaram mais velozes e eficientes ao empreendedorismo. O resultado? Em 2021, só no Brasil, foram três novos unicórnios (MadeiraMadeira, Mercado Bitcoin e Unico).

De fato, estamos testemunhando um mercado de crescimento rápido, com amadurecimento dos fundamentos e fundos de late stage e globais unidos a casos de sucesso e eventos de liquidez. Não há dúvida de que existam muitas oportunidades no Brasil. Players grandes e mundiais já enxergaram essa chance e vêm trabalhando nela.

Um novo jogo de Venture Capital

A realidade mostra que os investimentos estão maiores e o espaço entre eles, mais curtos, o que é uma tendência global refletida no aumento do valor das rodadas, em especial em 2021.



O que tem levado a este aumento dos aportes?

Como mencionado, chama a atenção as novas estratégias que vêm sendo implementadas por players originalmente focados no mercado de growth, como é o caso da Tiger Global Management ("Tiger"), que, só até o início de junho de 2021, investiu em cerca de 118 startups, segundo a Crunchbase.

No artigo recém-publicado "Playing Different Games" ("Jogando jogos diferentes", em tradução livre), o autor Everett Randle descreveu a estratégia agressiva da Tiger no cenário global, que foca na "velocidade máxima de implementação", ou seja, investir o mais rápido possível o valor levantado, unido a um "capital melhor/mais rápido/mais barato para fundadores". A estratégia da Tiger pode ser resumida em:

- Seja (muito) agressivo na compra antecipada de bons negócios de tecnologia;
- Mova-se (muito) rapidamente com diligência rasa, além de um ágil term sheet;

- Pague valuations (muito) altos em relação às normas históricas e/ou aos concorrentes (até 20% a mais, proporcionando, assim, mais dinheiro por menos diluição);
- Faça uma abordagem (muito) leve para o envolvimento da empresa pós-investimento;
- Acima de tudo, dê capital, dê capital, dê capital.

Essa estratégia não se limita à atuação da Tiger, e reflete um mercado cada vez mais competitivo pela busca do próximo unicórnio, com fundos entrando em rodadas early stage e com aportes mais elevados. Seguindo esta linha, os fundos Série B em diante perceberam que perder as primeiras rodadas de investimento em startups, provavelmente, significaria pagar caro demais no futuro ou nem ter a chance de entrar. Por isso, passaram a investir em rodadas anteriores.

uma grande concentração do capital nas megarodadas, ou seja, concentrado em poucos deals late stage.

As rodadas seed, ao que tudo indica, estão mais protegidas, com valores de investimento e de valuation mais estáveis. Em grande parte, isso ocorre porque os empreendedores esperam uma abordagem mais prática e mais tempo dos investidores junto a seu negócio.

A sensação de proteção leva um grande número de fundos early stage brasileiros a apenas seguir o modelo probabilístico norte-americano para escalar, investindo em incontáveis startups com pouco hands on (alguns chegam a investir em mais de 25 startups ao ano). Esse modelo, todavia, não é o mais eficiente para o mercado brasileiro, que é menos amadurecido e menos líquido se comparado ao dos Estados Unidos³.

“Sem mudança não há inovação, criatividade ou incentivo para melhorias. Aqueles que iniciam a mudança terão uma oportunidade melhor de gerenciar a transformação que é inevitável.”

William Pollard

No Brasil, do fim de 2020 até o fim do primeiro semestre de 2021, o valor médio das rodadas de Séries A e B aumentou, respectivamente, 17,5% e 40%, alcançando 9,4 milhões de dólares e 34,8 milhões de dólares. Já a média dos aportes em seed se manteve mais estável, permanecendo entre 1,1 e 1,2 milhão de dólares no mesmo período (Report Inside Venture Capital, Wrap up, 2020 e Jun/2021. Distrito).

Conforme apontado pela Distrito (Relatório Inside Venture Capital, primeiro semestre, 2021), no Brasil, apesar de 70% dos investimentos terem sido concentrados no early stage (anjo, pre-seed e seed), 95% do volume foi feito no late stage. Isso evidencia como o mercado brasileiro está maduro, mas também, aponta para um importante dado: há

Para nossa equipe, com mais fundos late stage investindo em rodadas anteriores, fica evidente que é imprescindível que os Venture Capitals focados no early stage ofereçam produtos e serviços diferenciados e atuem em nichos. É nisso que a Fuse Capital vem se especializando.

3. A representatividade do Venture Capital brasileiro no PIB é 11 vezes menor com relação a dos EUA, enquanto que a parcela de capitalização de mercado das empresas de tecnologia na América Latina é de apenas 2,5% hoje, em comparação com mais de 40% nos EUA. (“Why Latin American venture capital is breaking records this year” e “Por que o mercado de Venture Capital avançou no Brasil?”).

Fuse Capital: criando seu próprio jogo no mundo de VC

A fim de nos distanciarmos do hype do mercado e dos altos valuations, nos posicionamos como uma casa de produtos alternativos de nicho. Dessa forma, a Fuse “cria seu próprio jogo” no mundo de VC, como o fez com o produto Fundo Fuse Capital I, o primeiro fundo híbrido de early stage de Venture Capital do Brasil.

Com essa criação inovadora, a Fuse pode optar por investir em uma startup no (i) equity, ou seja, na participação em empresas que enxergamos potencial e possamos promover uma gestão colaborativa hands on; ou no (ii) Venture Debt, que, na prática, representa uma dívida estruturada não conversível (com garantias) para empresas de base tecnológica que precisam de capital, mas que não estão captando no momento e/ou não querem se diluir.

Com relação ao Venture Debt, podemos fazer um comparativo com a estratégia inovadora da Tiger, uma vez que esse modelo de financiamento pode ser oferecido a qualquer momento. Além disso, trata-se de um produto mais rápido, barato, eficiente e escalável para determinadas startups, pois:

- é um capital mais barato, o custo é limitado às taxas pré-estabelecidas;
- é pago ao longo do tempo e com juros;
- o processo de due diligence é menos intenso do que o de equity;
- não é necessário ser hands on, por não se tomar equity;
- resulta em retornos mais rápidos do que a média do mercado de VC;
- possibilita que a Fuse se aproxime de startups sem rodada aberta, mas que sejam interessantes para um eventual investimento no equity.

A grande diferença do Venture Debt é que não ocorre a diluição da participação dos empreendedores, por se tratar de uma dívida que não se converte. É, portanto, uma alternativa atraente e menos arriscada. Afinal, enquanto investidores no equity fazem reivindicações sobre o valor futuro da startup (às custas da diluição dos empreendedores), na dívida são feitas apenas reivindicações sobre

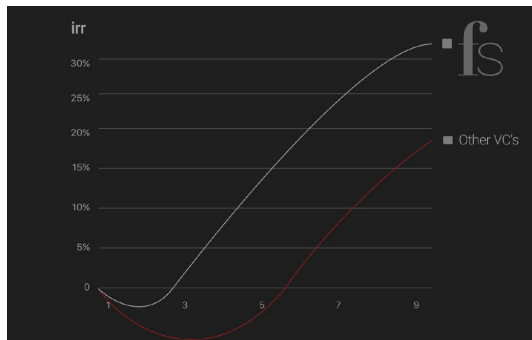
“Você não pode resolver um problema no mesmo nível em que ele foi criado. Você tem de estar acima, passando para o próximo nível.”

Albert Einstein

os fluxos de caixa futuros até que a dívida seja paga, como previamente acordado entre as partes. (PitchBook Analyst Note: Venture Debt a Maturing Market in VC, 2020).

Mas não é apenas no lado do empreendedor que a Fuse inova com esse produto. Pelo lado dos investidores, um fundo híbrido com Venture Debt e Venture Capital soluciona grandes dificuldades de Venture Capital: liquidez e alocação do dinheiro de seus investidores. Afinal, a dívida gera um yield anual para o investidor.

Com o fundo híbrido, criamos um perfil de risco e retorno bastante diferentes das soluções existentes no mercado brasileiro, sendo que a estratégia de financiamento de 70% de equity e 30% de dívida já se provou bem-sucedida. A "J Curve", que, normalmente, reflete a recompensa em um fundo de equity, não apresenta essa curva acentuada quando há um mix ideal de portfólio, conforme demonstrado no gráfico abaixo:



Curva de irr esperado ao longo do tempo do fundo

Esta solução foi só o começo da trilha de inovação da Fuse, que atualmente já conta com três outros produtos diferenciados, como já mencionamos anteriormente. Afinal, como disse o autor Chris Grosser, "oportunidades não apenas acontecem, você as cria".

Foi o caso da opção de co-investimentos oferecida pela Fuse aos seus Limited Partners em deals pré-IPO e late-stage, criada a partir de um pipeline próprio oriundo de exposição dos sócios por décadas ao mercado financeiro brasileiro e ao mercado global de VC.

A exposição ao mercado de capital também originou o [Programa de venture capital as a service \(VCaaS\)](#), com o qual a Fuse ajuda grandes corporações com sua transformação digital, ao conectar e direcionar seus investimentos para startups que elas entendam como estratégicas. Enquanto isso, elas proporcionam à Fuse a oportunidade de adicionar valor às suas investidas, com possibilidades de parcerias.

Para o investidor, outra inovação foi o [Securitized Token Offerings \(STO\)](#), uma forma de tornar o produto de Venture Capital líquido, tokenizando-o a partir de uma oferta de títulos de ações ou dívidas de uma empresa privada em uma exchange global. (Se o tópico lhe interessar, recomendamos a leitura de nossa Carta Quadrimestral Q1/2021.)

A Fuse, como demonstrado, é a casa de ativos alternativos de nicho. O fundo híbrido e as demais oportunidades descritas são apenas os primeiros de muitos produtos inovadores e disruptivos que estão sendo desenvolvidos. A Fuse, assim, visa a proporcionar um modelo de Venture Capital à frente do atual.

*"Espere mudanças. Analise o cenário.
Aproveite as oportunidades. Pare de ser a peça do xadrez;
torne-se o jogador. É sua vez."*

Tony Robbins



Rio de Janeiro
31 de Agosto 2021

ir@fuse.capital

"De empreendedores, para empreendedores"