

Letter to our stakeholders:

## Building Alpha

Caros,

Nas cartas divulgadas anteriormente, como devem ter notado, nos empenhamos em fundamentar nosso posicionamento no mercado brasileiro de Venture Capital. Inicialmente, direcionamos nossa crítica para a dificuldade em avaliar a indústria local, no que diz respeito à tomada de decisão sob a relação risco e retorno. Essa dificuldade reflete, principalmente, na falta de uma análise aprofundada dos fundamentos e dos *unit economics* de empresas em estágio inicial, resultando em avaliações aparentemente irracionais de tais casos. [Na nossa carta de dezembro](#), destacamos aspectos de nosso posicionamento único, descrevendo como nossos investimentos em **Skelt** e **Paketá** refletiram nossa: (i) análise fundamentalista; (ii) avaliação dos riscos; (iii) valor agregado / gestão de riscos, e provando serem (iv) *follow-ons* claros com uma ótima relação entre risco e retorno.

Até o momento, pesquisamos mais de 2.000 empresas em nosso *pipeline* e analisamos mais de 1.000, ao passo que observamos diversos empreendedores empenhando-se em criar vantagens competitivas de longo prazo. Diante disso, nós acreditamos que conseguimos consolidar nosso entendimento do que chamamos de “*Risk Oriented Venture Investing*”. Isso seria nosso paralelo da indústria ao *Value Investing*, ou da análise fundamentalista.

Apesar disso, é seguro afirmar que qualquer gostaria de se comparar com a Berkshire Hathaway, porém, simplesmente criticar os altos *valuations* ou grandes rodadas não é suficiente. O que estávamos procurando é como definir “Alpha” para esta classe de ativos e como poderíamos construir a nossa própria. Nesta carta, tentamos avaliar o que Alpha significa em Venture Capital e seu conflito com a teoria de retornos da “Power Law” - que afirma que a ampla diversificação é a forma mais eficiente de garantir o Alpha.

Em primeiro lugar, vamos tratar rapidamente sobre o conceito de Alpha (caso você esteja familiarizado com este assunto, sinta-se livre para pular para o próximo tópico):

Amplamente conhecida pelos profissionais do mercado financeiro, Alpha pode ser definido como a capacidade do investidor em gerar retornos ajustados ao risco em comparação com o mercado, na sua própria classe de ativos. Esse conceito pode ser definido pela simples equação:

$$\text{Retorno} = \text{alpha} + \text{beta} * \text{Retorno de Mercado}$$

O “Beta” representa a correlação do portfólio com os retornos de mercado. Um Beta maior que 1 significa que o portfólio entrega um retorno maior quando o mercado tem um desempenho positivo, e uma perda maior, quando o mercado tem um desempenho negativo. Por outro lado, um Beta menor que 1 revela que o portfólio é “resiliente” em comparação ao mercado, e suas oscilações são menos intensas. Por fim, isso implica na correlação dos movimentos do mercado (por exemplo, um Beta negativo resultaria em uma correlação inversa, apesar de isso ser raro).

O “Alpha”, é uma adição aos retornos correlacionados ao mercado, ou seja, representa retornos adicionais ao portfólio ou retornos independentes das oscilações do mercado. Trata-se de um valor que o investidor pode criar, independentemente dos mercados. É importante mencionar que o “adicionar valor” não significa necessariamente o aumento do valor absoluto, mas do retorno ajustado ao risco. Ou seja, é a capacidade de gerar os mesmos retornos com menos risco, ou mais retornos com o mesmo risco, ou ainda menos retornos que o mercado com ainda menos riscos.

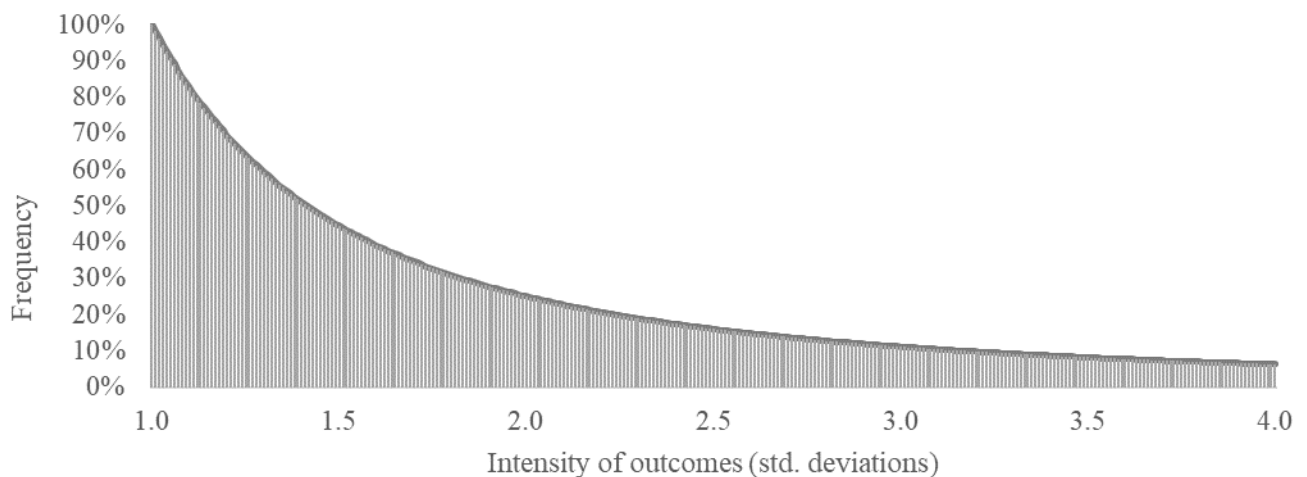


Muito já foi dito a respeito do real significado do Alpha, considerando a hipótese da eficiência de mercado que defende a habilidade do mercado de precificar ativos em seus valores reais, a qualquer momento. Enquanto isso pode ser verdade para classes de ativos em que há informação em abundância, como o mercado de ações (contudo frequentemente demonstra o contrário), isto não é verdadeiro para mercados privados e categorias que as habilidades predominam e as informações são assimétricas.

**A Power Law sugere que VC é uma indústria previsível, em que se deve diversificar amplamente para conseguir um Alpha otimizado.**

Por muito tempo, houve o entendimento de que a indústria de VC segue a curva de retorno da Power Law. Esta inferência foi feita após os fundos retornarem várias vezes o capital inicial, impulsionados por um ou dois investimentos extremamente bem-sucedidos. Tais fatos foram memoráveis para a indústria, onde fundos como Sequoia, a16z (também conhecido como Andreessen Horowitz), Kleiner Perking, USV e outros gigantes do setor atingiram 50x mais o retorno obtido por meio de investimentos em empresas como Google, Apple, Facebook, Dropbox, WhatsApp, Walmart and Alibaba, gerando retornos excepcionais para seus fundos. Para fundamentar esses fatos, pesquisadores utilizaram dados públicos de aceleradores, investidores-anjo e fundos *Seed*, e as conclusões endossam a teoria de retornos da Power Law para essa classe de ativo.

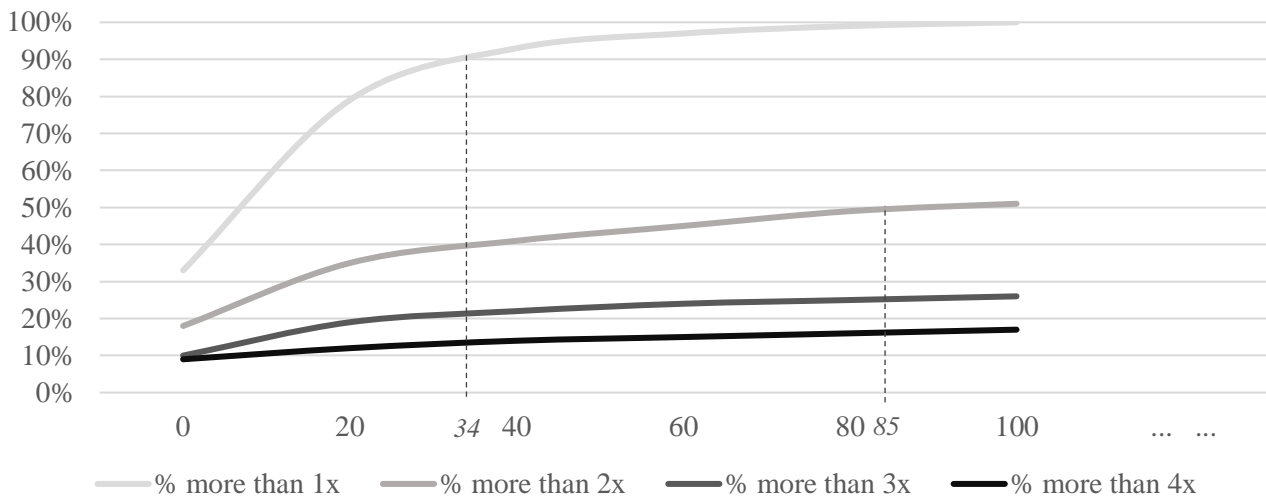
*Exemplo<sup>1</sup> de uma distribuição de resultados da “Power Law”*



A Power Law desenha uma curva com uma cauda longa, sugerindo que apesar de incomum (menos de 5% de chance de ocorrer), resultados extremos existem. Se considerada de forma literal, a teoria sugere que quanto maior a amostra, maiores são as chances de atingir ganhos extremos ou *home runs*. De acordo com uma pesquisa, fundos de Venture Capital têm 2% de chance de alcançar isso, sugerindo que eles devem ter ao menos 50 companhias para conseguir isso com uma sólida probabilidade. Sendo assim, os fundos geram um incremento ao Alpha (risk-adjusted returns) conforme eles se diversificam. [Um interessante artigo](#), elaborado pelo gestor Jerry Neumann, publicado em seu blog, utilizando álgebra e simulações de Monte Carlo para estimar retornos de um portfólio de acordo com os níveis de diversificação, gerou conclusões muito interessantes. Seus dados obtidos nessa pesquisa mostraram que quanto mais diversificado o fundo é, mais previsível se torna o seu retorno.



### Probabilidade de exceder o retorno do benchmark de acordo com o tamanho do portfólio



De acordo com os dados apresentados acima:

- Para exceder em 1x o investimento, com 90% de probabilidade, um investidor precisaria de um portfólio com pelo menos 34 empresas;
- Para exceder em 2x o investimento inicial, 50% do tempo, um investidor precisaria de um portfólio com pelo menos 85 empresas;
- Caso você possua um portfólio de 40 companhias, isto equivalia a faixa média do portfólio de um fundo Série A:
  - o Você vai atingir ou exceder em 1x o investimento inicial ao longo de 92% do tempo.
  - o Você vai atingir ou exceder em 2x o investimento inicial ao longo de 44% do tempo.
  - o Você vai atingir ou exceder em 3x o investimento inicial ao longo de 24% do tempo.
  - o Você vai atingir ou exceder em 4x o investimento inicial ao longo de 16% do tempo.
- Caso você faça 1.000 investimentos, você terá 95% de probabilidade de pelo menos dobrar o seu capital, e se for realizado 15.000 investimentos, você terá 95% de chance de pelo menos triplicar o seu capital;
- Caso você tenha 1.000.000 de investimentos, você terá virtualmente certeza de quadruplicar o seu capital inicial.

Esta análise denota que, na verdade, a diversificação é o indicador de precisão do retorno e do Alpha. Por outro lado, evidencia que a indústria de VC é previsível, se você diversificar o suficiente. Caso finalizássemos esta carta aqui, provavelmente seria uma grande vitória para o senso comum. No entanto, gráficos de performances históricas apresentam uma grande dispersão dos retornos, indicando que esta teoria não é importante ou que os investidores não seguiram isso à risca, quando produziram ótimos retornos.

### A Power Law sugere previsibilidade, apesar disso, a indústria de VC é fortemente imprevisível

A Cambridge Associates, uma das maiores referências quando se trata de ativos alternativos e dona de um vasto banco de dados de retornos obtidos por meio de investimentos, agrupou os dados abaixo que explicam a forma enviesada de retornos de distribuição de classes de ativos emergentes (na qual explica a existência ou a ausência do Alpha em tais mercados).

#### Observação

1: A fórmula para a linha é:  $p(x) = Cx^{-\alpha}$ , em que  $\alpha$  (alpha) define a forma da power law e  $C$  é uma constante de normalização para fazer a área total sob a curva somar 1.



Média anual de retorno dos gestores por classe de ativo (2008 - 2018) – Somente nos Estados Unidos

Tipo de Fundo	Menor	Maior	Mediana	Dispersão da mediana
Global ex US Equity	2%	8%	4.5%	3.9%
Mercados emergentes	1%	8%	4.0%	4.7%
Valor da US Small Cap	8%	15%	11.0%	3.4%
Crescimento da US Small Cap	9%	16%	12.0%	4.2%
Crescimento da US Large Cap	8%	14%	11.0%	2.6%
Valor da US Large Cap	6%	13%	9.5%	2.8%
Core/Core Plus Bonds	4%	6%	5.0%	1.8%
<i>Dispersão média da mediana</i>				3.3%
Retorno Absoluto	3%	12%	6.0%	5.4%
Hedge Funds	0%	13%	5.0%	7.5%
Global Real Estate	-7%	27%	12.5%	15.2%
Global Private Equity	-5%	32%	11.0%	21.2%
<b>Global Venture Capital</b>	<b>-8%</b>	<b>46%</b>	<b>13.0%</b>	<b>33.3%</b>
<i>Dispersão média da mediana</i>				16.5%

Conforme visto acima, os retornos de Venture Capital são muito mais enviesados que em outras categorias. Os top 5 gestores geram até 46% de TIR (Taxa Interna de Retorno), com 33% de dispersão da mediana do grupo, enquanto outros gestores perdem dinheiro. Isto evidencia, na verdade, a força do Alpha nessa classe de ativos. De forma contrária a evidência de previsibilidade no Venture Capital da Power Law, gestores aparentam não se importar em obter retornos previsíveis, buscando Alpha e retornos diferenciados (ou falhando na tentativa e acumulando perdas financeiras).

### **Embora considerada historicamente uma categoria Alpha, mudanças recentes no VC inibiram as principais alavancas**

Apesar da Power Law sugerir na ampla diversificação do principal indicador de Alpha, gestores parecem apostar nisso apenas para os fundos *Seed*. O comportamento histórico e o retorno dos gestores de Série A em diante tem mostrado que eles buscam produzir seus Alphas por meio de uma mistura de concentração, escolhendo melhor e investindo cedo. Ainda que possuam mais de 20 empresas, fundos famosos concentraram 10-15% de suas alocações em uma única companhia nas rodadas / *follow-ons* subsequentes, com o objetivo de maximizar a alocação em ativos que eles se sentem mais confortáveis.

Isso significa que, historicamente, a diversificação funcionou mais como opção do que estratégia em si. Ao investir em dezenas de empresas, os fundos criam um vasto portfólio aplicável para receber investimentos subsequentes e se concentrar nos prováveis vencedores.

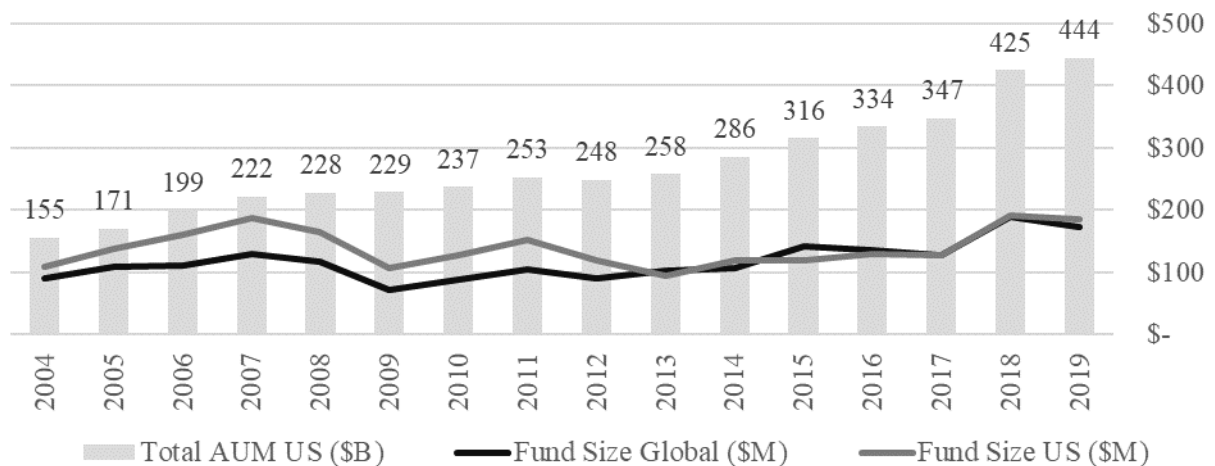
Nas primeiras safras e no período mais icônico do VC de 1995-2010, os pioneiros desfrutavam de assimetrias de informação e vantagens competitivas para fornecer e escolher melhor. Com a escassez de capital, esses fundos foram capazes de investir cedo, em avaliações mais baixas, na jornada da empresa e obtiveram retornos excepcionais.

No entanto, três tendências têm chamado nossa atenção, que estão mudando substancialmente a dinâmica do mercado e vão mudar o Alpha da indústria, com forte impacto nas safras mais recentes e nas que virão:



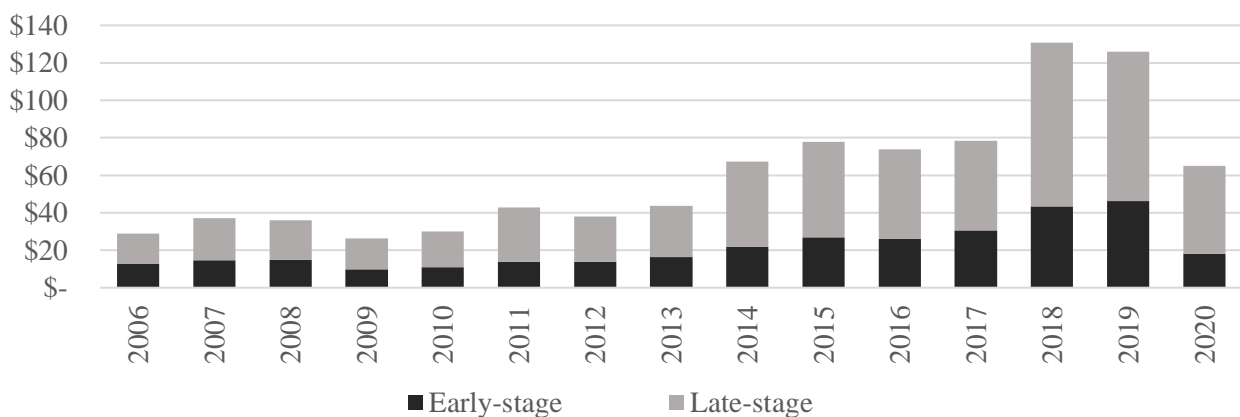
- A primeira delas, é que a **categoria vem crescendo rapidamente**. Somente a indústria estado-unidense registrou AuM (*Assets Under Management* – ativos sob-gestão) acima dos USD 444 bilhões, vivenciando um ritmo de crescimento acelerado com um CAGR (*Compound Annual Growth Rate* – taxa composta de crescimento anual) entre 2004 e 2019 de 7.2%, e apresentando US\$ 120 bilhões de capital disponível para novos investimentos, quase o equivalente AuM total de 2004. Ainda assim, a classe representa apenas um terço da categoria de *buyout* e possui um espaço significativo para crescer ainda mais.

*AuM da indústria de VC nos EUA e porte médio dos fundos – (USD bilhões p/ AuM e USD milhões p/ porte médio dos fundos)*



À medida que a classe cresce, ela se transforma em financiamento de expansão (*late-stage funding*), em vez de estágio inicial (*early-stage*), oferecendo perspectivas de retorno muito diferentes do que os retornos antes desfrutados pelos primeiros investidores. Embora o estágio final representasse cerca de 50-60% do total da indústria, agora representa mais de 70%, levando a indústria a rodadas mais previsíveis com maiores alocações de capital. Em 2006, cerca de 20% dos dólares foram para investimentos de US\$ 50 milhões ou mais, já em 2019 esse número estava perto de 60%.

*Early-stage vs Late-stage deal value – (US\$ bilhões)*



- Já a segunda tendência, está atrelada ao fato de que os principais fundos aumentaram seu porte e, conseqüentemente, diminuíram sua capacidade de gerar Alpha por meio da concentração. Nesses fundos novos e maiores, os gestores são obrigados a (i) diversificar amplamente para alocar grandes somas de capital em empresas em estágio inicial, ou (ii) recorrer ao financiamento em estágio de expansão e se conformar com diferentes perspectivas de retorno. Além da ampliação da diversificação (e redução da concentração; e Alpha), o aumento do tamanho dos fundos causa outra tendência negativa: à medida que o

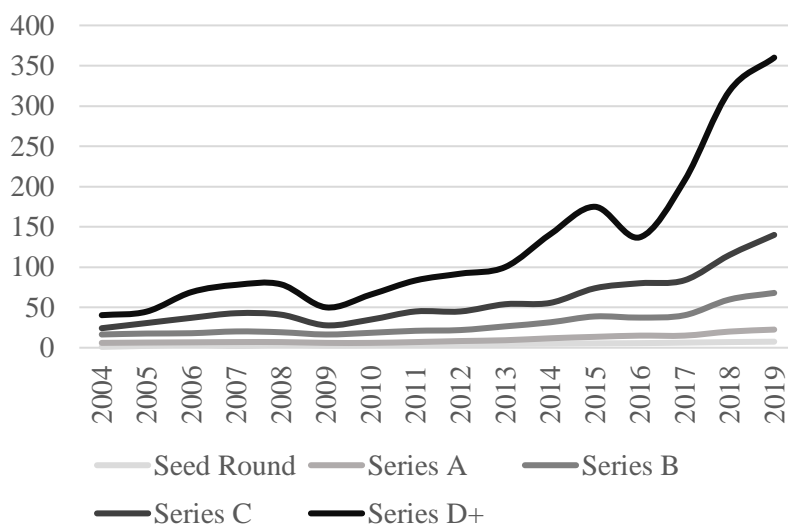


gestor diversifica, ele não consegue acompanhar tais empresas, assim como selecionar melhores investimentos de forma seletiva, reduzindo ainda mais seu Alpha.

O tamanho médio dos fundos atingiu um recorde histórico em 2018, chegando a quase USD 200 milhões. No entanto, se olharmos mais de perto os 100 maiores gestores da indústria, esse número é superior a USD 500 milhões, em alguns casos chegando a um bilhão. Sendo assim, alocar grandes quantias de capital em uma indústria que se distingue pelo investimento em *early stage* é um desafio relevante - e levanta a questão sobre a capacidade dos fundos (ou seja, a capacidade do fundo de crescer sem perder o Alpha) de manterem os retornos à proporção que o capital levantado aumenta.

- Por último, e possivelmente um resultado dos outros dois pontos mencionados, o **aumento da concorrência** causaram um **acréscimo significativo dos valuations** nos últimos 10 anos, representando grandes mudanças na dinâmica do mercado. Fundos *Seed* foram usados para comprar rodadas de USD 1 milhão naquela época. Atualmente, já custam na faixa de USD 7,5 milhões (tendência semelhante em outras rodadas). Essa variação de preços torna os dados históricos de retornos esperados pouco representativos.

*Valuation por etapa de financiamento (USD milhões)*



Série	Aumento ao longo dos últimos 15 anos
Seed Round	7.5x
Série A	3.8x
Série B	4.1x
Série C	5.8x
Série D+	8.9x

Esses três fatores (aumento acentuado de AuM; aumento de *valuations*; a expansão do porte dos fundos) nos levou a duas conclusões principais:

- 1) À medida que o mercado de VC cresce, se torna mais saturado, competitivo e acessível, as alavancas históricas baseadas na assimetria que permitiram aos gestores construir o Alpha estarão cada vez menos disponíveis. **Os gestores seriam gradualmente forçados a construir novas estratégias para gerar Alpha.** Neste ponto, poderiam voltar para a tese de Neumann e confiar na diversificação como seu Alpha principal.
- 2) **No entanto, os retornos relacionados ao mercado certamente estão caindo.** Especialmente ao passo que os valuations de empresas em estágio inicial atingem seus picos, o portfólio de um milhão de empresas da teoria de Neumann certamente não alcançaria o retorno de 4x que já foi possível anteriormente. Mesmo que uma estratégia de *“follow-on cherry-picking”* possa adicionar Alpha, a pressão de alocação de grandes fundos combinada com a reação em cadeia de maior valorização em rodadas subsequentes pressionaria fortemente os retornos marginais.

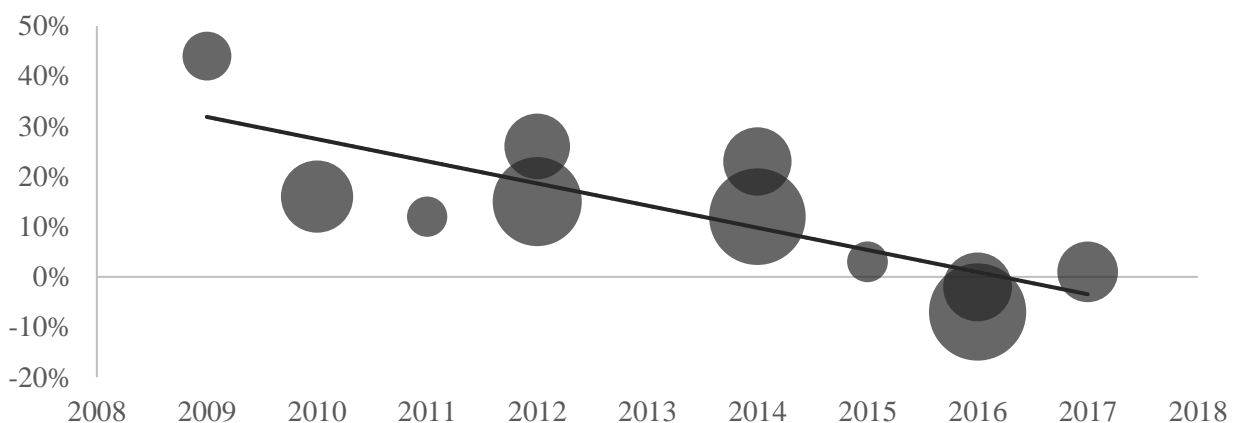


As safras mais recentes de VC deixaram os velhos tempos de abordagem quase “artística” para investir - a bandeira mantida por gigantes da nossa indústria, como Sequoia, Accel, Bessemer e outros, que valorizaram ao máximo sua capacidade de farejar as tendências que moldam nossa comunidade global e prever o futuro da tecnologia. Atualmente, você está mais propenso a ouvir abordagens como "cobertura da indústria", “dry-powder-driven growth”, "retornos de fundos impulsionados por unicórnios", todos refletindo teses baseadas em fundos maiores, cheques maiores (e *valuations*) e performances baseadas na *power-law* (observando o cenário atual de VC no Brasil, gostaríamos de apontar que a conclusão nº 1 parece já estar em curso).

Embora não haja dados específicos sobre as safras de VC mais recentes, especialmente porque esses fundos ainda não foram desinvestidos, é possível que o Venture Capital esteja tendendo a uma indústria mais Beta. Há poucos argumentos a favor do aumento da capacidade de fundos, enquanto os gestores continuam a aumentar os valores captados e investidores os apoiam na busca de alocação de capital de primeira linha. Para esses investidores, o problema está relacionado à nossa conclusão nº 2, ao passo que a tendência dos atuais fundos proporcionará retornos decrescentes se comparados às antigas safras de sucesso.

O gráfico preparado pelo Crunchbase para retratar os retornos de a16z, fundamenta o argumento:

*TIR (Taxa Interna de Retorno) do a16z por fundo, de acordo com o porte e ano de safra, descontado de taxas*



O gráfico acima apresenta uma tendência clara de retornos decrescentes à medida que os fundos aumentam. É importante mencionar que a16z ainda é um dos participantes dominantes na indústria, e é possível que esta curva represente a tendência mais ampla no quartil de melhor desempenho de fundos da indústria, para suas safras mais recentes.

### **Aprofundando-se nas alavancas de valor que os fundos têm explorado para manter o Alpha**

Historicamente, conforme uma categoria de investimento se torna muito congestionada, muito grande, com as assimetrias de informação decrescentes e aumento da competição, manter o Alpha se torna um desafio. Essa tendência foi observada pela primeira vez em Ações Públicas, com o advento da tecnologia e ampla disponibilidade de informações. Do que também foi percebido no mercado de Private Equity (buyout). O valor dos ativos da classe cresceu 3 vezes mais rápido do que os mercados públicos e os gestores tornaram-se mais sofisticados, porém, os retornos não acompanharam esse aumento. À medida que a classe se tornou popular e progressivamente saturada, mesmo com o aumento absoluto das habilidades entre os competidores, a diferença entre o melhor e a média encolheu (reduzindo o Alpha dos gestores). Isso é definido como o “paradoxo da habilidade” e está presente não só no investimento, mas também nos esportes, negócios, artes, etc. Sentimos que notaremos isso cada vez mais na indústria de VC.

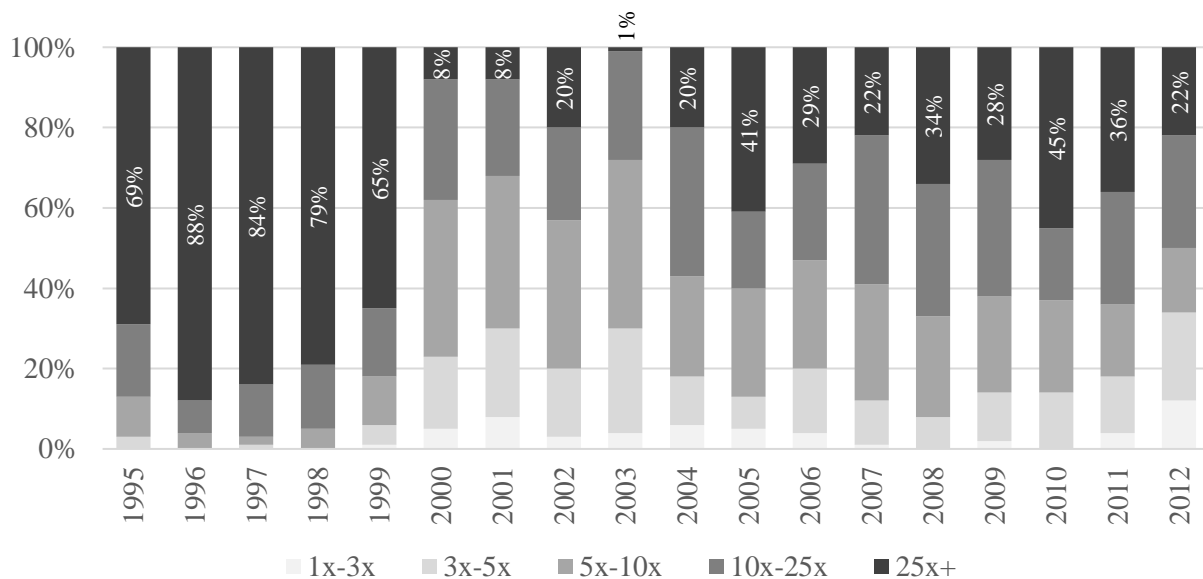


Devido a mudanças significativas no setor, as ferramentas antigas para geração de valor em Venture Capital foram restringidas e as alavancas de valor mudaram drasticamente. A antiga descrição de Alpha na indústria agora parece muito genérica e não assertiva para os novos ciclos que virão. Ao avaliar o futuro da categoria, compilamos algumas tendências que acreditamos ser inevitáveis para o desenvolvimento de Alpha na nova dinâmica de mercado:

- I) Investimentos medianos no lugar de grandes *outliers* – enfraquecendo os retornos gerados pela Power Law.

Conforme o crescimento dos *valuations* e da concorrência, é cada vez mais difícil atingir investimentos que produzam retornos discrepantes (25 vezes o capital inicial), e as novas safras estão compondo os ganhos dos fundos com retornos 3 a 25 vezes o capital investido, substituindo aqueles fora da curva. À medida que o setor amadurece, o fluxo de informação e de oportunidades se torna mais amplamente acessível e as arbitragens se tornam menos comuns.

*Perfil dos 100 maiores investimentos em termos de retorno dentre as safras maduras*



Principalmente após a "bolha da internet" nos anos 2000, os retornos das principais negociações mudaram para valores mais normalizados.

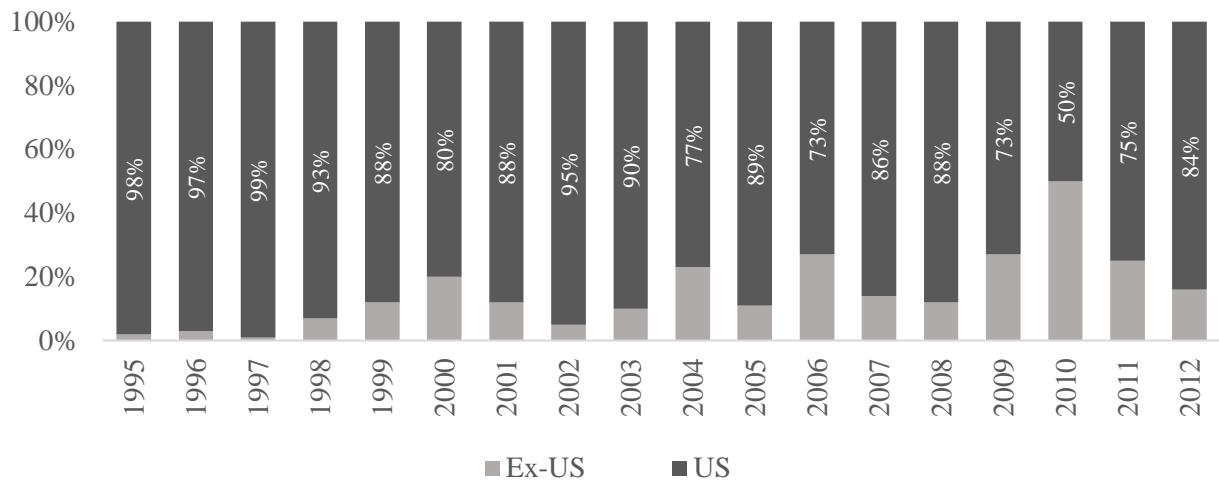
- II) Investimentos fora dos EUA apresentam um aumento na parcela de retornos

Europa, China, América Latina e outros mercados emergentes estão com uma tendência clara de aumentar sua participação nos retornos da indústria. Dado que esses mercados são pouco explorados, há muito valor a ser gerado digitalizando o consumo, as empresas, o fornecimento de infraestrutura de TI, saúde e educação, o que resulta em ganhos enormes. Além disso, os *valuations* são provavelmente mais baixos do que nos Estados Unidos, onde a competição pelos melhores negócios é feroz.





### Representatividade dos 100 maiores investimentos da indústria – Estados Unidos vs Ex-Estados Unidos

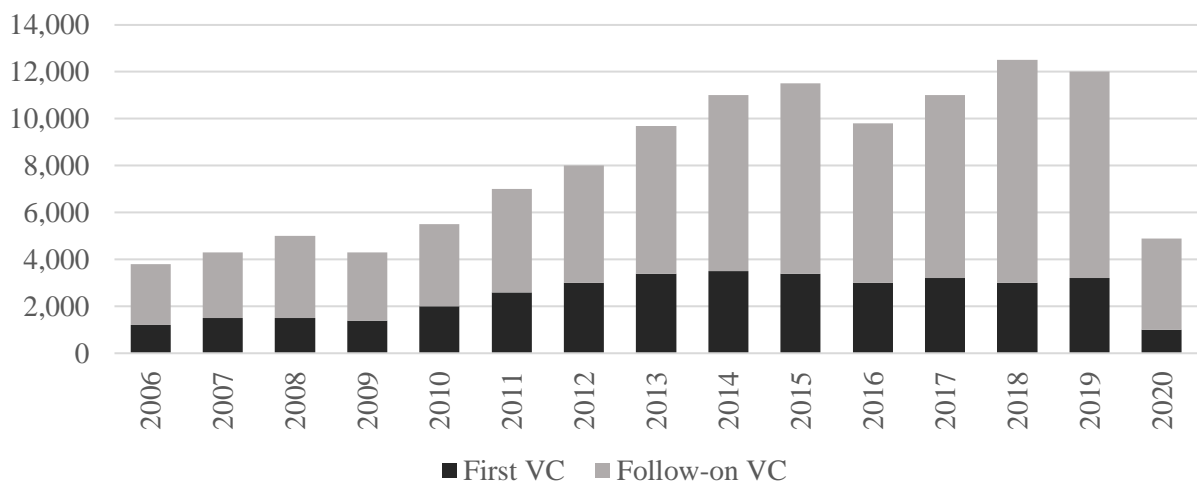


Essa tendência indica que o Venture Capital se tornará cada vez mais internacional, com os fundos aumentando a exposição a outras regiões, em busca de retornos diferenciados. Isso já é percebido no Brasil, com uma participação cada vez maior de fundos internacionais em negócios locais. No entanto, sua falta de conhecimento sobre o ambiente de negócios local é um forte inibidor, especialmente ao investir em empresas em estágio inicial.

#### III) Forte presença de *follow-on*.

À medida que os fundos e a indústria crescem em volume, a ampla diversificação torna-se um mal necessário. No entanto, os gestores tentam compensar seus grandes portfólios por meio de *follow-ons* agressivos em suas empresas mais proeminentes. Nesse sentido, investir em *Seed* e Série A não é a principal estratégia do gestor para gerar retorno, mas sim a tentativa de criar opções para fazer investimentos em *follow-ons* agressivos e alocar seus vultosos recursos, vendo a diversificação nos estágios iniciais como um meio para um fim, em vez do fim em si.

#### Primeira rodada vs rodadas subsequentes – Número de rodadas de investimento nos EUA





Conforme o desenvolvimento da indústria, os *follow-ons* estão se tornando predominantes sobre a totalidade dos investimentos. Esses geralmente fornecem bons retornos ajustados ao risco, mas menores em retornos absolutos, e são o instrumento de concentração dos gestores.

#### IV) Especialização.

É compreensível acreditar que existe um movimento de maior especialização dos fundos de VC, em nível de empresa ou de sócio. Essa tendência foi percebida em outras categorias mais maduras, como ações, buyout e dívidas. Conforme o aumento da concorrência e diminuição do Alpha, os gestores se especializaram na busca de valor agregado. Só nos Estados Unidos, existem mais de 18.000 empresas apoiadas por Venture Capital, em comparação com 3.600 empresas de capital aberto e 7.600 apoiadas por Private Equity. Com uma população de empresas tão grande e crescente, permanecer agnóstico se torna um grande desafio. O caso de suporte de VCs especializados defende que o conhecimento setorial profundo resulta em um entendimento profundo dos desafios, alavancas de valor e do ambiente em que a startup está. Ao se especializar, os VCs podem avaliar o valor de maneira mais rápida e melhor e desenvolver uma rede profunda em verticais específicas, oferecendo transferência de conhecimento, benchmarking, atalhos e saídas. Os fundos especializados também têm um fluxo de negócios diferenciado, impulsionado por seu posicionamento em nichos e são capazes de desenvolver uma vantagem competitiva em relação aos concorrentes generalistas estabelecidos. Há estudos que mostram uma competição mais branda nas indústrias de VC em nichos, se comparadas aos concorrentes generalistas. Em nichos de mercado, o valor agregado e as regras são mais claras para os jogadores, resultando em um ambiente mais equilibrado e com colaboração mais intensa. Em uma teoria de jogo própria, os resultados tendem a ser mais positivos do que em mercados generalistas - e os retornos tendem a seguir.

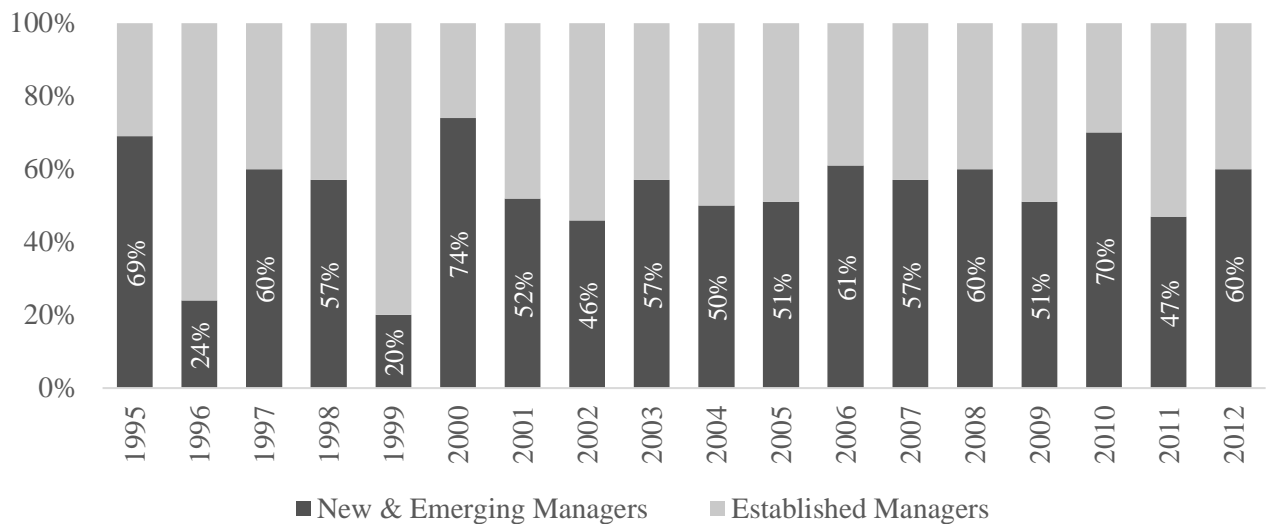
Thoma Bravo, Silver Lake e Vista Equity em tecnologia, Charlesbank e L Catterton em consumo são exemplos de especializações muito bem executadas, capazes de manter um posicionamento competitivo e altos retornos. Em VC, a tendência foi observada principalmente em SaaS, Biotech e Healthcare, mas deve se expandir para todos os setores.

#### V) Os novos gestores estão frequentemente entre os melhores.

Os gestores novos e emergentes estão consistentemente entre os melhores, ao contrário do pressuposto de que grandes fundos têm vantagens injustas. Além disso, os emergentes também terão vantagem importante, como a capacidade de concentrar capital conforme os fundos são menores, maior empenho porque ainda estão conquistando seu espaço na indústria e, frequentemente, vantagem setorial ou geográfica. Dado o tamanho e a estrutura de pequenos fundos, é mais fácil para se especializarem em setores específicos, permitindo o ponto de vista IV acima.



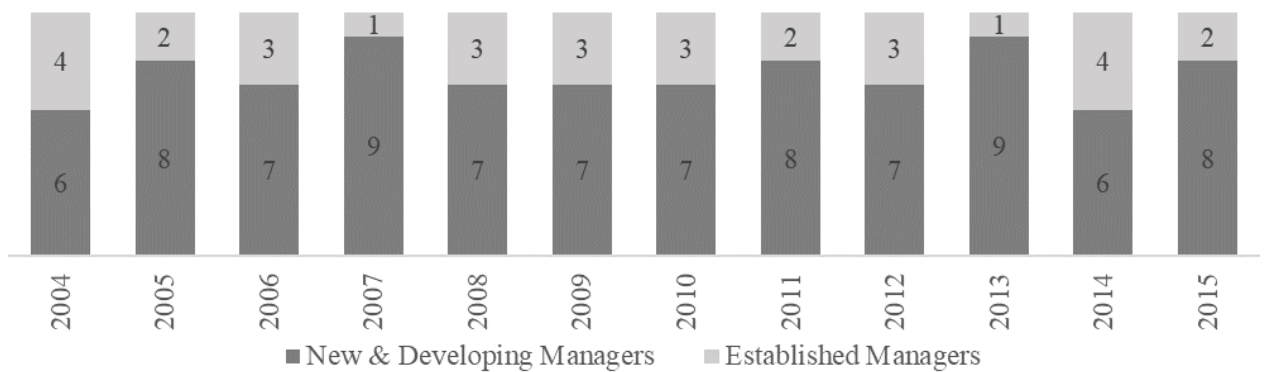
### Novos e emergentes vs participação de gestores consolidados nos top 100 deals dos EUA



Dos 100 maiores investimentos em um determinado ano, os fundos novos e emergentes responderam por 50% a 70% do valor criado, ao contrário da ideia de que os super fundos dominam os melhores investimentos e retornos.

Como resultado, os novos e emergentes estão consistentemente entre os melhores desempenhos da indústria.

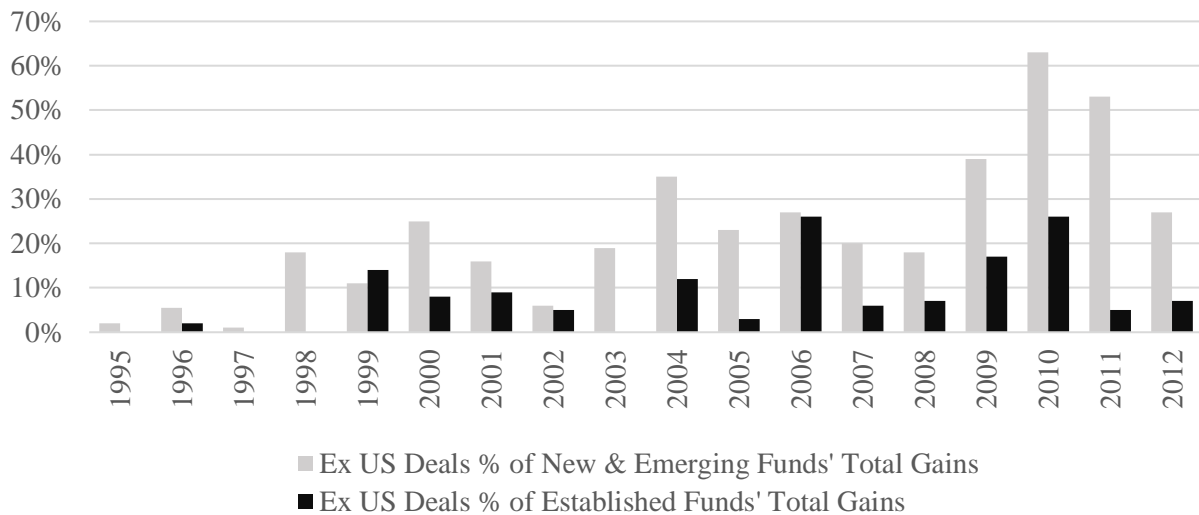
### Novos e em desenvolvimento vs consolidados – top 10 fundos de VC dos EUA por safra com base em retorno líquido



Outra vertente a favor é que a maior parte do Alpha produzido em países fora dos Estados Unidos está sendo obtido por *gestores* novos e emergentes. Nas safras mais recentes, mais de 50% dos retornos de seus fundos foram produzidos com investimentos em mercados emergentes, enquanto em fundos estabelecidos, esse número tem sido muito menor e aumentando em um ritmo mais lento. Não é tão fácil internacionalizar a vantagem competitiva em Venture Capital, mas os mercados emergentes e pouco explorados são uma das principais fontes para a geração Alpha - sendo capturados por novos gestores em vez dos estabelecidos.



### Representatividade de negócios ex-EUA em retornos de fundos estabelecidos vs novos e emergentes



#### VI) Desenvolvimento de plataformas de valor agregado.

Com a competição em expansão, os fundos estão desenvolvendo equipes internas, know-how e playbooks para ajudar as investidas com os vários desafios de construção de empresas. Essa tendência está ocorrendo tanto com os pequenos e emergentes quanto com fundos já consolidados, denotando que a competição está presente para todos, em todos os segmentos da indústria, apesar das vantagens de escala. Muitas vezes chamadas de “Platform Teams”, “especialistas” ou “Applied Ventures”, essas equipes são responsáveis por agregar valor em áreas comuns a quase todas as startups: talento, marketing, tecnologia etc. Esse movimento se tornou mais tangível na última década, com fundos como Sequoia, First Round Capital, Accel e mais recentemente (e com grande ênfase) a16z tornando-se muito expressivos sobre isso. Ainda assim, esses modelos ainda estão em seus primeiros anos e têm muito a desenvolver, adaptar e provar em termos de proposição de valor para atrair grandes fundadores e gerar valor agregado tangível nas empresas do portfólio.

#### O esforço da Shift para construir Alpha

Para nós é evidente que o Alpha vai se tornar cada vez mais escasso na indústria. O rápido aumento do AuM, impulsionando a expansão do tamanho dos fundos, intensificando a competição e valuations, acelerando a disponibilidade de informações e produzindo a ampla diversificação, somado à capacidade limitada de fundos na classe de ativos, são fatores que levam a nossa conclusão nesse sentido. Os retornos devem tender à média, que também está diminuindo, e a construção de Alpha será a chave para direcionar um desempenho consistente e separar os fundos vencedoras das médias nos ciclos que estão por vir.

Desde a fundação da Shift Capital em 2017, observamos essas mudanças na indústria à medida que se desenrolavam, tanto local quanto globalmente. Isso tem contribuído para que desenvolvamos nosso comportamento “contrário”, criando nossa cultura, até mesmo radical para alguns, que agora vem sendo sustentada à medida que os dados se tornam disponíveis. Em essência, sempre foi sobre a construção do Alpha. Falando racionalmente, a cultura de investimento da Shift desenvolveu os seguintes blocos Alpha:

##### I) Ganhar dinheiro da maneira que achamos correta.

A estrutura de taxa da Shift de “Zero com Trinta” que alinha nossos interesses com os de nossos investidores e leva nossa equipe a uma busca de longo prazo por excelência de investimento, em oposição ao padrão da indústria, em que os gestores de fundos tendem a se acomodar conforme seu AuM cresce. O modelo tende a mudar, da seleção de ativos para a alocação de ativos, como discutimos em nossa [carta de agosto](#).



Mas por que isso acontece? Para nós, isso reflete o próprio modelo de negócios. Os gestores não estão aumentando o porte dos fundos proporcionalmente as habilidades / capacidade. Com o tempo, a habilidade se torna secundária em relação à arrecadação de fundos. Simplesmente porque é assim que este modelo ganha dinheiro. Ativos sob gestão, e não performance. Para nós, é assim que a diferença entre o “Zero com Trinta” e o “Dois com Vinte” pode refletir nossa cultura de investimento.

Ao montar a estratégia para seu próximo fundo, os gestores primeiro determinam o valor alvo a ser captado com base no que ele acredita ser capaz de levantar com seus investidores. Em seguida, ele deve se perguntar: com esse tamanho de fundo, qual é a taxa média de desembolso de capital por mês durante o período de investimento? Com base no tamanho médio dos negócios, qual é o número de investimentos mensais por PM (Portfolio Manager)? Temos PMs suficientes para lidar com essa demanda? Dada a nossa taxa de investimento esperada (investimentos sobre empresas analisadas), quantas novas oportunidades originadas e analisados por mês? Quantas horas de trabalho foram implantadas para concluir a análise padrão do negócio antes do Comitê de Investimentos? Quais são as horas de trabalho necessárias por mês? Os requisitos de homem-hora estão alinhados com o tamanho e a capacidade da equipe? Como esses KPIs se saíram durante o período de investimento do nosso último fundo? Os dados históricos de desempenho suportam o tamanho do time de investimentos que está sendo projetado? Tenho PMs e equipe experiente suficientes para atender aos padrões de análise e suporte de que necessito? E assim por diante. Mas às vezes essas questões não são tratadas adequadamente. Nestes casos, ou não há nenhum processo em vigor e os gestores irão decidir livremente sobre o investimento, ou eles não pensaram sobre isso antes de iniciar a captação de recursos (a análise do [Vision Fund I da Softbank da 7 Global Capital](#) é bastante elucidativa neste sentido). Em um modelo baseado em desempenho, o AuM só pode crescer quando temos certeza de combinar os desafios de alocação com a capacidade de habilidade, porque levantar mais dinheiro só vale se pudermos alocar com boas perspectivas de performance (caso contrário, é um risco). Para ilustrar, a equipe de investimentos da Shift tem atualmente 9 membros fortes (e crescendo). E ainda não temos um fundo.

Como mencionamos anteriormente, os estudos mostram que os gestores novos ou emergentes geralmente são os melhores entre os melhores. Nós argumentamos que essa realidade comprovada está totalmente relacionada aos vieses de longo prazo que o modelo de negócios padrão “Dois com Vinte” impõe. No longo prazo, o gestor precipitará a captação de fundos sem fazer todas as perguntas adequadas, simplesmente porque tem mais incentivos para isso e se torna mais fácil com o tempo. Com o conjunto certo de incentivos, acreditamos que é possível manter esse “espírito de novo investidor” por muito mais tempo. Ao ganhar da maneira correta, as prioridades geralmente estão nos lugares certos.

- II) Permanecer fiel à nossa natureza analítica, encontrar o estágio de investimento certo para maximizar valor, confiança e respeito aos nossos processos acima de tudo.

Venture é um modelo de negócios de alto risco. Mas nem todos os riscos são iguais. Conforme a indústria fica mais competitiva, a velocidade se torna um dos principais motores da decisão de investimento. Os riscos tendem a ser negligenciados ou subestimados. Para nós, a velocidade é valiosa quando pode ser combinada com nossa análise. Construímos um processo focado no reconhecimento de riscos e uma estrutura de avaliação do potencial de downside, em equilíbrio com o upside. Treinamos a nós mesmos e nossa equipe para diferenciar e rotular riscos, e tendemos a não investir em riscos que não podemos mapear, entender e quantificar.

Observe que isso também implicaria em uma redução do apetite por investimentos *Seed*, uma vez que os riscos do estágio de MVP (*Minimum Viable Product*) são naturalmente mais difíceis (ou inviáveis) de quantificar. Isso é verdade. Tempos atrás, passaríamos incontáveis horas e dezenas de páginas de memorando em *deals* iniciais apenas para perceber que não chegaríamos às conclusões desejadas. Portanto, *Seed* na Shift é extremamente oportunístico, exclusivamente em casos em que acreditamos ter informações profundas e convicção muito elevada. *Seed* é um jogo diferente em que estatísticas, diversificação e cobertura da indústria (tese relacionada ao um portfólio com várias empresas investidas) são determinantes.



Ao elaborar suas estratégias, a maioria dos fundos se deparam com a disparidade entre “Seed / Série A”. Ficamos surpresos ao notar quantos VCs não perceberam o quanto esses dois diferem um do outro - e não se trata apenas do tamanho do investimento. As estratégias são tão diferentes que só podem ser reconciliadas quando a Série A é derivada do portfólio de Seed. Isso, ou o fundo precisaria de processos inteiramente diferentes e até de equipes diferentes com especialidades diferentes. Esta discussão mostra como os gestores refletem pouco sobre seus próprios modelos de negócios e se questionam sobre o foco do investimento, estratégia, premissas subjacentes de seus modelos, capacidades únicas e - como resultado - como construir seus próprios Alphas. Se você é um investidor de vários fundos de VC (e se manteve firme lendo esta carta até agora), recomendamos que você compare a estratégia dos fundos entre os investimentos Seed e Série A.

Na Shift, entendemos que nosso foco da Série A deriva de permanecermos fiéis à nossa natureza analítica. Porque acreditamos que este é o estágio de investimento em que o valor da análise em profundidade maximiza os retornos. Os deals têm variáveis suficientes para torná-los muito arriscados (e altamente recompensadores), mas os riscos podem ser quantificados e medidos o suficiente para oferecer altos níveis de convicção. É por isso que devemos respeitar o processo acima de tudo.

III) Investir menos é um reflexo natural do nosso modelo. A concentração de capital deve ser uma fortaleza.

Uma análise mais longa e aprofundada, com uma taxa de investimento inferior à média do setor, também significa que alocamos capital em um ritmo mais lento. Isso significa que somos menos eficazes em fazer investimentos, mas, ao mesmo tempo, mais eficientes. Nossa equipe também tende a compensar isso com horas de trabalho mais longas, uma vez que acreditamos ter encontrado uma boa oportunidade - quando isso acontece, e é uma coisa realmente rara - a equipe fica tão animada que quase dá para sentir a pressa. Portanto, nossa intensidade de trabalho é mais comparável a um banco de investimento do que a um fundo de Venture Capital médio.

No entanto, investir menos, na mesma base de AuM, necessariamente resulta na maior concentração de capital por negócio do que nossos pares. E isso é ótimo! Quando um investimento é aprovado após 3 diferentes fases de análise com uma média de mais de 100 slides construídos pela equipe de investimentos, 2 ou 3 comitês diferentes, uma votação final entre os sócios gestores, à uma taxa atual menor do que 0,3% do total de oportunidades, estamos confiantes de que é um bom investimento.

Diante disso, normalmente enfrentamos um problema diferente que é o fato do nosso nível de convicção em cada negócio é maior do que o tamanho do capital disponível (teríamos investido pelo menos 2x mais no Skelt e 3x mais no Paketá, nossos últimos deals, nas mesmas condições fechamos essas rodadas). Por muitas vezes, é ainda maior do que nossa capacidade de levantar capital em nossa estrutura atual de *Club Deal*.

Nós transformamos a concentração de capital em uma vantagem por dois métodos diferentes. **O primeiro** deles, no caso, somos incansáveis na compreensão do uso dos recursos e no acompanhamento da execução do orçamento de nossas empresas. Ajudamos os empresários a definir e medir KPIs de forma consistente, em uma base regular, a fim de avaliar a eficácia da alocação de capital. O que esperamos é evitar um problema muito recorrente, que é o excesso de capitalização das empresas em estágio inicial gastando capital imprudentemente, ineficazmente e queimando potenciais rodadas muito mais rápido, com resultados piores, do que fariam se apenas a arrecadação de fundos fosse menor. Em oposição a isso, a cultura que tentamos transmitir aos nossos fundadores é que o capital é sempre escasso e que métricas de gastos eficazes são os melhores indicadores de um negócio forte e sustentável. Isso também não significa que nossas empresas não cresçam. Eles devem crescer de forma sólida nos resultados financeiros, ao mesmo tempo que sustentam KPIs e métricas de faturamento. Se trata de uma boa gestão. **O segundo** método para usar o capital concentrado a nosso favor também é o seguinte bloco de Alpha:



IV) Nós gerenciamos o risco por meio de suporte e intervenções.

Este bloco Alpha advém dos riscos mapeados, falhas e alavancas de valor que identificamos durante nosso profundo processo de investimento. Temos a propensão de identificar oportunidades e problemas que muitas vezes não são abordados no plano de negócios da empresa. Ter essas alavancas claramente mapeadas ajudará a direcionar essas oportunidades inexploradas. Um exemplo foi a rodada *Seed* da Kovi, nosso primeiro investimento em VC, em que identificamos claramente um alto risco de escassez no fornecimento de automóveis em um determinado ponto da curva de crescimento, pois havíamos analisado concorrentes maiores que já haviam enfrentado esse problema em determinado ponto. Propusemos um projeto de terceirização de automóveis que exigia, entre outras coisas, parte do nosso investimento na contratação de um profissional de fornecimento de automóveis experiente (Fernando Ribaldo é hoje um dos *senior executives* da Kovi, diretor de fornecimento de automóveis, e ingressou na empresa logo após nosso investimento).

Acreditamos firmemente que, para se tornar um investidor verdadeiramente eficaz, é preciso sentir pessoalmente a realidade e as durezas do dia a dia do empresário. Portanto, nossa equipe de investimentos também é responsável por propor e implementar eles próprios esses projetos de valor agregado, desde que acordados pelos fundadores. No investimento da Mimic, nossa analista que se propôs a auxiliar a empresa no planejamento estratégico de 2020 acabou sendo contratada por eles para implantar o projeto e continua sendo relevante em sua equipe até os dias de hoje. À medida que os membros da equipe vão e voltam entre as empresas do portfólio, eles aumentam o conhecimento setorial e a experiência da linha de frente, ferramentas fundamentais para avaliar melhor o potencial e os riscos durante o processo de análise. É um ciclo virtuoso em que os investimentos são mais bem selecionados e as empresas do portfólio são mais bem atendidas.

V) Nunca dependa exclusivamente de um *pipeline* passivo baseado somente em *networking*. Os melhores investimentos são geralmente originados através da prospecção ativa.

É bastante comum ouvir nossos colegas dizerem que VC é um jogo de “acesso”. Isso significa que os principais empreendedores sempre escolherão um punhado de investidores e você precisa ter as conexões certas e estar nos lugares certos, na hora certa, se quiser fazer parte dessas rodadas altamente desejadas. Isso realmente existe, mas a suposição subjacente aqui é que os negócios mais cobiçados também são os melhores. É aí que tendemos a diferir. Na Shift, normalmente chamamos essas oportunidades de investimento de “*Pipeline* da Faria Lima” (a Avenida Faria Lima é onde fica a maior parte do mercado financeiro em São Paulo). Embora seja importante ter acesso a esses negócios, como você pode imaginar, os *valuations* tendem a ser altos, muitas vezes, altos demais.

Em 2020, aproximadamente 70% das oportunidades da Shift foram geradas ativamente. Fizemos buscas em sites como o *Google*, redes sociais como o *Instagram*, andando pelas ruas e procurando negócios interessantes (The Coffee foi encontrado assim). Desenvolvemos e aprimoramos técnicas para identificar os negócios que ninguém procura, antes mesmo que o próprio fundador busque capital. Nosso *pipeline* ativo aumentou 117% de 2019 a 2020 e esperamos manter o ritmo.

Com isso, podemos encontrar melhores condições de investimento, mercados invisíveis com concorrentes menos profissionalizados, empreendedores autossuficientes e voltados para o lucro, que valorizam cada dólar que investimos neles. **Colocamos empresas em VC** e isso também pode transformá-las em ativos mais líquidos e, por sua vez, negócios mais lucrativos.

Ao entrarmos em 2021, estamos confiantes de que nossos blocos Alpha, cada vez melhores, estão sendo reafirmados dia a dia e estão começando a gerar vantagem competitiva. Para nós, construir o Alpha é pensar



além dos investimentos. É sobre nos questionarmos sobre propósito, capacidades, estratégias e futuro. Trata-se de conceber os princípios de uma cultura de investimento cada vez melhor e de inspirar cada colaborador ao incansável desejo de alcançar a excelência. Com o conjunto certo de valores em vigor, construir o Alpha é a natureza do nosso negócio, menos dependente de qualquer indivíduo e resultante de um esforço coletivo constante. Com isso em mente, este ano esperamos lançar nosso primeiro veículo de investimento discricionário: o Shift Alpha Fund I. Nós o nomeamos como um lembrete constante do que imaginamos desde os dias de fundação da Shift Capital e esperamos que você nos apoie neste capítulo novo e vibrante que escrevemos.

*Cordialmente,*

*Bernardo, Fernando & João*

## Referências

- 1 Jerry Neumann. Power Law in Venture. See <http://reactionwheel.net/2015/06/power-laws-in-venture.html#fn25-1312>
  - 2 Jerry Neumann. Power Laws in Venture Portfolio Construction. See <http://reactionwheel.net/2017/12/power-laws-in-venture-portfolio-construction.html>
  - 3 Cambridge Associates. Venture Capital Disrupts Itself: Breaking the Concentration Curse. See <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2015/11/Venture-Capital-Disrupts-Venture-Capital.pdf>
  - 4 Cambridge Associates. Venture Capital Disrupts Itself: Breaking the Concentration Curse. See <https://www.cambridgeassociates.com/insight/venture-capital-disrupts-itself-breaking-the-concentration-curse/>
  - 5 Cambridge Associates. EX US Private Equity & Venture Capital. See <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/11/WEB-2020-Q2-ExUS-Dev-EM-Selected-Book.pdf>
  - 6 Cambridge Associates. US Venture Capital. See <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/11/WEB-2020-Q2-USVC-Benchmark-Book.pdf>
  - 7 Cambridge Associates. Portfolio Benchmarking: Best Practices for Private Investments. See <https://www.cambridgeassociates.com/insight/portfolio-benchmarking-best-practices-for-private-investments/>
  - 8 Alex Graham. Three Core Principles of Venture Capital Portfolio Strategy. See <https://www.toptal.com/finance/venture-capital-consultants/venture-capital-portfolio-strategy>
  - 9 Kevin Kwok. The Mike Speiser Incubation Playbook. See <https://kwokchain.com/2020/09/22/the-mike-speiser-incubation-playbook/>
  - 10 Nic Brisbane. Applied Venture and the Inexorable Rise of Value – add VC. See <http://www.theequitykicker.com/2019/07/08/applied-venture-and-the-inexorable-rise-of-value-add-vc/>
-





- 11 Yael V. Hochberg, Michael J. Mazzeo, Ryan C. McDevitt. Specialization and Competition in the Venture Capital Industry. See [https://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/mazzeo/htm/HMM\\_rio.pdf](https://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/mazzeo/htm/HMM_rio.pdf)
  - 12 FOIA Q2 2020. Oregon Public Employees Retirement Fund/Private Equity Portfolio. See <https://www.oregon.gov/treasury/invested-for-oregon/Documents/Invested-for-OR-Performance-and-Holdings/2020/FOIA-Q2-2020-OPERF-Private-Equity.pdf>
  - 13 University of California. Private Equity Investments. See [https://www.ucop.edu/investment-office/\\_files/updates/pe\\_irr\\_06-30-20.pdf](https://www.ucop.edu/investment-office/_files/updates/pe_irr_06-30-20.pdf)
  - 14 Morgan Stanley. Public to Private Equity in the United States: A Long-Term Look. See [https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/articles\\_publictoprivatetequityintheusalongtermlook\\_us.pdf?1596549853128](https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/articles_publictoprivatetequityintheusalongtermlook_us.pdf?1596549853128)
  - 15 CalPERS. Private Equity Program Fund Performance Review. See <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/asset-classes/private-equity/pep-fund-performance>
  - 16 The Quantified VC. How to Win in Venture Capital: Focus on the Fat Tails. See <https://blog.usejournal.com/power-laws-in-venture-capital-why-the-long-tail-matters-22e057c6fa34>
  - 17 Louis Coppey. Why do VC Firms Become Platforms? (Or Why a16z is Successful). See <https://medium.com/startup-grind/why-do-vc-firms-become-platforms-or-why-a16z-is-so-successful-be12b2d7ce2e>
  - 18 Chang Liu. A Comparison of the Venture Capitalists' Investment Behavior Pattern Between China and America. See <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:320346/FULLTEXT02>
  - 19 Stéphane Koch. The Risk and Return of Venture Capital. See [http://www.vernimmen.com/ftp/KOCH\\_S\\_Research\\_paper.pdf](http://www.vernimmen.com/ftp/KOCH_S_Research_paper.pdf)
  - 20 PitchBook NVCA. Venture Monitor Q2 2020. See [https://www.svb.com/globalassets/library/managedassets/pdfs/q2\\_2020\\_pitchbook\\_nvca\\_venture\\_monitor.pdf](https://www.svb.com/globalassets/library/managedassets/pdfs/q2_2020_pitchbook_nvca_venture_monitor.pdf)
  - 21 PitchBook NVCA. NVCA 2020 Yearbook: Public Data Pack. See [https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/03/NVCA-2020-Yearbook\\_PUBLIC-DATA-PACK.pdf](https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/03/NVCA-2020-Yearbook_PUBLIC-DATA-PACK.pdf)
  - 22 Sam Cash. Get Ready to See More Sector-specific Venture Firms. See <https://venturebeat.com/2017/08/07/get-ready-to-see-more-sector-specific-venture-firms/>
  - 23 Jason D. Rowley. Inside The Ups and Downs of the VC J-Curve. See <https://news.crunchbase.com/news/inside-the-ups-and-downs-of-the-vc-j-curve/>
  - 24 CB Insights. 40 of the Best VC Bets of All Time and What We Can Learn from Them. See <https://www.cbinsights.com/research/best-venture-capital-investments/>
-



## **Disclaimer**

*Esta carta e seu conteúdo são informações da companhia e não devem ser copiadas, reproduzidas, republicadas ou postadas, no todo ou em parte, em qualquer forma, sem o consentimento prévio da Shift Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Shift Capital").*

*Este material não representa uma promessa ou oferta de venda, nem uma opção ou recomendação de compra ou subscrição de valores mobiliários, nem deve servir de base para a tomada de decisão de investimento ou para qualquer compra ou subscrição de títulos, ativos ou valores mobiliários, dentro ou fora âmbito desta carta, com ou sem consultoria da Shift Capital. Esta carta é exclusivamente para fins educacionais e as informações contidas expressam os pensamentos da Shift Capital que podem ou não ser precisos.*

*Essas informações são baseadas em fontes públicas de terceiros. Embora a Shift Capital acredite que essas fontes sejam confiáveis, ela não pode garantir a exatidão de tais informações e não verificou de forma independente a exatidão ou as suposições nas quais tais informações se baseiam. Esta carta não contém quaisquer representações ou garantias da Shift Capital ou de quaisquer membros da equipe da Shift Capital, implícitas ou não, em relação à veracidade, consistência, exatidão ou suficiência das informações aqui apresentadas. Esta carta também pode conter projeções de eventos futuros que podem não ocorrer no futuro e nos quais a Shift Capital pode não ter controle ou interferência.*

---