

Letter to our stakeholders:

Back to basics

*Um VC entra em um bar.*

*O bartender pergunta: “O que você vai querer, senhor?”*

*O VC: “Hmm... O mesmo que todos estão tomando”*

Iniciamos essa carta com uma provocação bem-humorada recebida de um querido amigo. A categoria de *Venture Capital* cresce mais rápido do que nunca. Essa indústria se comporta como um *marketplace*: onde as oportunidades (empresas) são combinadas com os provedores de capital. Esse *marketplace*, atualmente, está em alta, com muita oferta e demanda – talvez até demais.

Nesse ambiente vibrante, quase todo mundo encontra um “par”. Bom ou ruim. Certo ou errado. Não existem *sanity checks* – os ciclos são longos e os erros são incentivados, apoiados por uma cultura em que errar apostas faz parte do jogo. **A métrica de sucesso se torna quantos “pares” você conseguiu e em quais deals badalados você participou, em vez de quais você acertou.** As perguntas mais frequentes são “quantos *deals* você fez” ou “você entrou no *deal* XYZ?” ou até mesmo “qual é o seu *AuM*”, em vez de “quanto valor você criou?” ou “quão consistente o seu portfólio provou ser?” ou ainda “qual é a sua filosofia de investimento?”. Às vezes, até nós mesmos nos pegamos sendo influenciados por essas perguntas sem sentido. Atualmente, uma força importante na indústria é o *FOMO* – o que todo mundo está “tomando” – o que torna as discussões a seguir importantíssimas.

Após 4 anos de atividades, acertamos muitas coisas e erramos outras. Está claro agora que as melhores armas que temos para entregar consistência na tomada de decisões são nossos processos e filosofia de investimento. Focamos neles desde o início, e esses esforços finalmente deram origem ao nosso primeiro manual de investimentos, que solidificou nossos aprendizados acumulados em um documento para auxiliar nós e nossa equipe no processo de análise e tomada de decisão.

Esta carta é baseada em nosso manual, na filosofia de investimento, processos e métodos por trás dele, o doloroso processo para criá-lo e como ele tem nos ajudado em todos os sentidos.

### **O que filosofia de investimentos significa para um VC**

Com o intenso fluxo de capital, gestores (como nós) muitas vezes negligenciam suas próprias filosofias de investimento – ou não se preocupam em ter uma. Esse assunto parece uma daquelas conversas esquisitas...reservada para a velha guarda, muito ultrapassada para os “novos tempos”. Você raramente o encontrará em rodas de VCs.

As filosofias de investimento deveriam ser um tema super relevante para os VCs. Ainda mais do que em outras categorias de ativos. Segue o nosso pensamento:

- i) **VC é de longo prazo.** As decisões tomadas hoje mostrarão resultados daqui muitos anos. Aprender por tentativa e erro levará muito, muito tempo.
- ii) **VC é muito diversificado.** Diversificação exacerbada incita (e esconde) erros desnecessários.
- iii) **No entanto, os retornos são concentrados.** Mesmo com carteiras diversificadas, os retornos são muito concentrados.
- iv) **VCs geralmente têm pouca influência em suas empresas investidas.** A maior parte do valor vem da decisão de investimento, com base em opiniões formadas antes de investir. E não durante o suporte ao portfólio.



Na prática, um VC tomará uma decisão de investimento hoje; esta decisão terá muitos vieses, como *FOMO*, pressão dos pares, relações pessoais com fundadores, ego, etc.; os processos para chegar nesta decisão serão tranquilos, afinal, não há problema em cometer alguns erros em VC (presumidamente há pouca informação e a diversificação é um driver focal de retornos); após a decisão de investimento, pouca influência será aplicada na empresa, e a execução dependerá exclusivamente dos fundadores; os resultados serão vistos 5 ou 10 anos depois; **após o ciclo completo, o VC perceberá que a maioria dos resultados veio de uma única decisão acertada de investimento, podendo ou não ter compensado todas as más decisões**; se esses resultados não forem satisfatórios, o VC não precisa se preocupar com isso – porque o mercado de *Venture* é privado.

**Quando se observam *Public Equities* e *Hedge Funds*:** as decisões de investimento são testadas dia a dia, trimestre a trimestre; o gestor pode mitigar más decisões ou mudanças de cenário calibrando posições ou montando estruturas para limitar perdas; o gestor tem liquidez e tempo para testar, ajustar e repetir para poder trabalhar em melhorias na tomada de decisão e na filosofia ao longo do caminho.

**Quando se observa *Private Equity*:** o gestor tem influência e poder para mitigar más decisões de investimento interferindo nas empresas investidas; a classe de ativos tem muitas décadas de dados estatísticos sobre o que funciona e o que não funciona.

Se você olhar para o VC, nada disso é aplicável, especialmente na América Latina, onde a categoria ainda é muito jovem. A filosofia de um VC (inicialmente baseada em hipóteses) é o único norte para orientar a tomada de decisão. Claro, não é tão eficaz no curto prazo, porque essas hipóteses levarão muito tempo para amadurecer. Mas estabelecer uma filosofia de investimento é a única maneira de colocar hipóteses no papel e repeti-las ao longo do caminho, em um processo de melhoria contínua.

**A filosofia de investimento de um *Venture Capital* é a principal ferramenta para guiar o raciocínio dos gestores de investimentos ao longo dos ciclos de mercado e evitar que caiam nas seduções que a cadeira de “investidor” tem a oferecer, evitando que sejam muito viesados e incorram em erros desnecessários.** Em um mercado aquecido como a indústria de VC hoje, nossa percepção é que essa discussão é ainda mais importante. Quando (e se) o *hype* cessar, aqueles com filosofias e processos rígidos estarão seguros. Aqueles sem isso, provavelmente não estarão.

### **Trazendo em perspectiva: como as atuais dinâmicas de VC mudam as filosofias de investimento tradicionais**

Em nossa última carta, nos aprofundamos em como a indústria de VC está evoluindo, seu crescimento acelerado de *AuM*, no aumento acentuado nos *valuations* e nas novas metodologias e ferramentas para criar *Alpha* sustentável. VC tornou-se uma categoria muito dinâmica, marcada por grande tolerância ao risco, diversificação e velocidade. Tudo isso deve ser considerado para a concepção de filosofias de investimento. O que descobrimos é que as principais ideias das famosas filosofias de investimento tradicionais ainda são aplicáveis, mas devem passar por ajustes significativos.

A natureza dos negócios mudou. A grande maioria dos negócios apoiados por VC segue uma lógica *asset light*, onde os ativos são intangíveis e difíceis de atribuir um valor. Marca, propriedade intelectual, tecnologia e redes são os principais ativos dos dias atuais e não apresentam um comportamento linear óbvio. Nutrir esses ativos leva tempo e dinheiro, com períodos longos de maturação, mas seus retornos financeiros podem ser atemporais, durando décadas. Para enfrentar esses investimentos, uma empresa precisa de muito capital externo para sustentar anos de fluxos de caixa negativos e, para obter esse capital, precisa crescer rapidamente, com ou sem ativos maduros (rentáveis). Mas por que gastar milhões para criar esses ativos e comercializá-los prematuramente e sem lucro, em vez de construí-los lentamente, financiados com receitas lucrativas de clientes?

**Por um lado, o VC facilitou o sucesso de novas empresas, reduzindo o *timing* de lançamento no mercado, os ciclos de inovação e acelerando as curvas de crescimento. Por outro lado, destruiu as barreiras de entrada na maioria dos mercados, tornando a velocidade um pilar primordial do sucesso de um novo empreendimento – às custas de fortes investimentos de caixa para desenvolver ativos e sustentar um**



**crescimento não lucrativo.** Esses recursos transformaram a lógica tradicional de fazer negócios e, com isso, criaram a necessidade de filosofias de investimento mais modernas.

Em nossa busca para entender o que faz uma empresa vencedora apoiada por VCs, foi o Adhemar, fundador da Kovi, quem nos deu nossa primeira grande fâsca: venture é um jogo de **vantagens injustas**. Para chegar a uma posição dominante em um mercado competitivo, você precisa usar o VC a seu favor para construir as mais fortes vantagens competitivas, no menor espaço de tempo. São elas: montantes desproporcionais de capital para inovar cada vez mais rápido e suportar muitos anos de falta de rentabilidade para criar os melhores ativos (produtos, impulso de crescimento e efeitos de rede); conexões, acesso aos melhores talentos, referências e suporte que facilitarão a execução. Já tínhamos ouvido isso antes, mas nunca com o tipo de lógica que ele apresentou – e isso nos fez pensar por semanas. Este tipo de vantagens, somadas a uma excelente equipe de fundadores, pode ser a receita de sucesso neste novo mundo.

Olhar com essa perspectiva resultou em uma decisão de investimento não óbvia, que foi apoiar a Kovi para seu *Series Seed*. Naquela época, a empresa tinha margens brutas mínimas, péssimas condições de capital de giro, estava atendendo a um mercado não tão grande (o de motoristas de *Uber*) e tinha um balanço muito fraco em um setor onde o balanço forte e a estrutura de capital eficiente são claras vantagens competitivas. Mas a Kovi teve vantagens injustas fantásticas para levá-la rapidamente aos próximos marcos de seu plano de negócios: uma plataforma de tecnologia superior, capital, suporte, conexões, impulso e uma equipe fundadora sólida capaz de executar em alta velocidade, atraindo e retendo os melhores talentos. Uma vez que chegasse ao próximo marco, tudo começaria a fazer sentido – as margens aumentariam de acordo com os ganhos de escala e eficiência da Kovi, o ciclo de capital de giro seria revertido à medida que a balança de poder mudaria gradualmente dos fornecedores para a Kovi e o balanço patrimonial se fortaleceria à medida que o capital aumentava e a criatividade (méritos de uma ótima equipe) desempenharia seu papel. Uma vez lá, a Kovi se beneficiaria de *economics* sólidos, de seus fortes ativos (tecnologia/produto, equipe, capital, *know-how* e rede) para lançar produtos inovadores correlacionados para expandir o mercado endereçável e crescer ainda mais rápido.

Agora o racional parece fácil. Mas visualizá-lo naquela época era um grande esforço. As condições da empresa e do modelo de negócios quando os apoiamos no seu *Series Seed* eram contrárias a todos os mantras das filosofias de investimento tradicionais. Agora, enquanto os apoiamos para o *Series B*, vemos uma empresa completamente diferente e muito mais aderente ao que chamaríamos de uma *grande empresa*. Eficiência de capital, ganhos de escala e escopo, melhorias operacionais e novos mercados são centrais para sua tese de investimento do *Series B*. **Levar a empresa a esse ponto só foi possível devido às fantásticas vantagens injustas da Kovi. A narrativa da empresa está totalmente ancorada em uma estratégia agressiva de VC (de fato, muito diferente de uma empresa tradicional) com velocidade de execução como pilar central de seu sucesso.**

**Formar convicção nesta tese de investimento nos demandou um pouco de *ciência* para trazer números às hipóteses, mas também exigiu muita *arte*, em forma de visão, criatividade e confiança para visualizar o futuro da empresa e suas probabilidades. Tornar a *arte* em algo mais tangível é essencial para qualquer filosofia de investimento moderna, e a nossa luta diária.**

### **Nossa própria filosofia: *back to basics***

Desenhar nossa filosofia foi uma dificuldade tremenda. Especialmente porque desde que começamos a Shift, e fomos até hoje, um modelo de negócios baseado em SPVs (*Special Purpose Vehicles*). Isso significa que nosso capital é feito sob medida, transação a transação, e não possui expectativas de retorno ou benchmarks previamente definidos. Isso, somado ao fato de que conseguimos ver valor em muitas oportunidades, criou uma incerteza em nossa estrutura de investimento e uma necessidade urgente de trabalhar em nossa filosofia. Víamos oportunidades de ~3x CoC em muitas empresas, mais do que poderíamos lidar. 3x em uma janela de 3 a 5 anos é um bom investimento (um pouco mais de 30% TIR). **Isso nos fez perceber que (i) nem todos os retornos são iguais, considerando os riscos e (ii) nossa filosofia deve nos conduzir às melhores oportunidades de**



**investimento, e não apenas às boas.**

Todas as filosofias partem do **que você quer como investidor** (*o output*). **No nosso caso, priorizamos o que chamamos de retornos ajustados ao risco. O que significa que nunca olharemos isoladamente para as expectativas de retorno. É assim que começamos a incorporar os custos de oportunidade às nossas decisões de investimento.** Com isso em mente, produzimos nossas projeções de *base-case* para a empresa-alvo, considerando todas as características do modelo de negócios: crescimento esperado, *economics*, ganhos de escala, eficiência, escopo e seus riscos intrínsecos e extrínsecos. E riscos, para nós, são tudo (eventos e probabilidades) que podem impactar negativamente nosso cenário base.

Nossas projeções produzirão retornos esperados, em termos de CoC e TIR. Projeções em investimentos de *early stage* nada mais são do que um exercício teórico. Existem infinitos resultados possíveis para os retornos e nossas projeções buscam produzir um cenário-base onde os riscos são controlados e há grandes probabilidades de que o resultado real supere o nosso caso. Derivado de nossa própria experiência de mais de 1.500 conversas com empresas e 100 processos de análise completos, parece haver oportunidades suficientes com retornos com CoC mínimo de 7x em 5 anos de período de investimento, dado nosso atual apetite de alocação. À medida que o mercado muda (*valuations*, número de empresas, *tailwinds* e *headwinds*) e nosso apetite por alocar capital em VC muda, essa meta teórica também pode mudar. Depois de encontrar equilíbrio em nosso *base-case* e extrair retornos esperados, com alto grau de convicção, observamos de perto possíveis *upsides*. **Nossa filosofia não busca retornos “homerun” independente dos riscos, inicialmente, mas valoriza gatilhos não precificados para ganhos adicionais, mesmo que eles não sejam óbvios. Casos com vantagens potenciais não precificadas nos permitirão ter um valor esperado excepcional, sem riscos adicionais e com pouca chance de falha – portanto, retornos ajustados ao risco.**

O resultado desejado é bastante simples: (i) *base-cases* ajustados ao risco e bem equilibrados; (ii) convicção em um retorno esperado de 7x *cash on cash* – que renderá uma TIR bruta acima de 45%; e (iii) muitos *upsides* adicionais não precificados. Se esses três *outputs* forem respeitados, teremos uma chance significativa de produzir um portfólio vencedor em termos de retornos, **com riscos moderados.**

Depois de definir metas de *outputs*, chegamos à parte mais difícil: definir diretrizes padrão para **o que buscamos qualitativamente em uma empresa**. Essas características intrínsecas (empresa) e extrínsecas (mercado) (juntos, *os inputs*) servirão para avaliar a qualidade de uma empresa, mas também para projetar nossos *base-cases*, que produzirão **os outputs**.

“Equipe, mercado, produto”. É uma máxima que aparentemente deixa pouco espaço para erros no *early stage*. Pelo contrário. Esses tópicos amplos estão cheios de nuances, contextos e perspectivas, e não mergulhar fundo em cada um deles é a maior fonte de erros.

Partindo desse *framework* tradicional de análise de VC, nos aprofundamos e elegemos alguns pilares que são centrais para a nossa análise e, portanto, para o nosso manual de investimentos. Trabalhamos em cada um deles, tomando muitas referências dos *frameworks* tradicionais de *value investing*, e descobrimos que a maior parte do pensamento é de fato aplicável ao VC. Fomos **back to basics em uma imersão teórica, transformando e adaptando as teorias antigas em outras mais modernas, e os resultados têm sido animadores. Discorreremos abaixo os principais aprendizados até o momento:**

[Caso queira pular para o próximo capítulo e ir direto para as conclusões de nosso framework de análise, clique aqui](#)

\*\*\*

**Mercado/indústria:** há muitas nuances aqui. Um “mercado grande” nos parece genérico demais. Em vez de um mercado grande, procuramos um atraente. Pode significar muitas coisas: que o mercado é grande com incumbentes lentos; que o mercado é incipiente, mas está se formando em ritmo acelerado, ainda sem vencedores claros; que o mercado está se transformando nos próximos anos devido a aspectos de inovação, tecnologia ou cultura e o *market share* estará em jogo; ou mesmo que o mercado seja pequeno, nichado, e o produto da empresa seja tão bom que seja um provável vencedor nesse pequeno mercado, servindo como grande plataforma de lançamento para novos mercados correlacionados. Todos



esses podem produzir excelentes resultados ajustados ao risco.

Há também o caso da internacionalização. O Brasil provou recentemente ser uma ótima plataforma de lançamento para empresas que abordam questões latino-americanas ou até globais. Isso muda a referência para tamanhos de mercado, uma vez que uma abordagem multi-países pode desbloquear novos mercados endereçáveis. Embora a internacionalização não seja uma jogada óbvia, ela foi recentemente adicionada às nossas metodologias de dimensionamento de mercado.

Em última análise, esperamos alcançar um mercado endereçável na maturidade da empresa, onde os *upsides* são praticamente ilimitados. Por meio de mercado, escopo ou expansão geográfica.

**Time de gestão:** provavelmente a parte mais difícil de uma análise de investimentos. Em rodadas *early-stage*, não há consenso sobre o que um “ótimo time” significa. Nossa abordagem é dividir “time” em algumas habilidades: capacidade de execução, conhecimento de mercado, visão comercial e de *fundraise*. Idealmente, nós procuramos por todo esse pacote de proficiências em uma única pessoa. Isso garantiria ótima liderança e consistência para a companhia. Além disso, os cofundadores devem somar às capacidades de execução da equipe. No entanto, visão, conhecimento de mercado, habilidades comerciais e de *fundraise* devem estar contempladas em um único protagonista.

Então, tentamos identificar se as habilidades da equipe encaixam na resolução de um desafio em específico. Por exemplo, se o desafio é promover disrupção e transformar um mercado através de profunda inovação, que implicaria em perdas volumosas de caixa e altos investimentos em propaganda nos primeiros anos, a equipe deveria ser especialmente forte em visão e capacidade de *fundraising*. De outro lado, se o desafio é crescer uma marca *DTC* (direto ao consumidor, na tradução literal) com bons indicadores e eficiência de capital, o time deveria ser mais forte em capacidade de execução e no conhecimento sobre o mercado. Frequentemente vemos fundadores excepcionais, com *MBA* em *Ivy Leagues*, que, no entanto, não possuem as habilidades necessárias para ter sucesso em um determinado setor ou desafio.

Desde o início, avaliamos déficits nas habilidades do time fundador. Caso existam, buscamos por maneiras de mitigá-los antes de investir: procurando por potenciais executivos ou separando *stock options* suficientes para atrair e reter talentos de gestão (*C-level*). Nós sabemos que existem pouquíssimos times perfeitamente completos e que excelentes casos de investimentos podem surgir em times que ainda estão em amadurecimento.

E, como uma validação final, nós procuramos por *skin-in-the-game*. Um fundador de sucesso deve ter os motivadores corretos para criar um negócio. Apenas assim estará apto a superar adversidades e demonstrar resiliência em tempos de crise. Recentemente, tornou-se moda criar um negócio na América Latina e vemos muitos fundadores com motivações equivocadas, ou com poucos riscos pessoais investidos no negócio. Nesses casos, investidores carregarão sozinhos esses riscos, criando desalinhamentos significativos.

**Modelo de negócios e produto:** a companhia pode atacar um problema através de um novo modelo de negócios, um produto inovador, ou uma mistura dos dois. Nós preferimos analisar os dois juntos e analisar ambos buscando por problema-solução-*fit*. Essa sessão da nossa análise providencia importantes informações sobre a qualidade da tese.

Procuramos por negócios que possam ser defendidos, no futuro, por algum tipo de *lock-in*, efeito de redes, escala ou eficiência financeira, um novo modelo de negócios ou um produto que é evidentemente melhor do que os competidores. Idealmente, terá poucas variáveis (geralmente, não apostamos em negócios que sejam extremamente complexos, exceto aqueles em que a complexidade reúne enormes barreiras de entrada) e será escalável em termos de tecnologia e processos. O produto deverá ser melhor ou diferente em relação aos competidores, extremamente inovador e sustentável no tempo – com potencial para existir e evoluir durante décadas (esse ponto também se relaciona com a visão do



fundador). É importante levar em consideração que, nos investimentos *early-stage*, é necessário ser capaz de visualizar o modelo de negócios e o produto no futuro. Isso pois muitas vezes o negócio ainda é incipiente e muitas funcionalidades do produto apenas estarão prontas em alguns anos. A visão de produto precisa ser coerente com as habilidades da equipe e com as dinâmicas de mercado e comparáveis globais – caso existam.

Para a análise de produto e modelo de negócios, tomamos como base algumas ferramentas para procurar por evidências que dão suporte a nossa (ou a do fundador) hipótese inicial. Essas ferramentas são essenciais para um processo mais científico de análise do produto e do modelo de negócios – tópicos que são qualitativos e frequentemente baseados em opiniões, não fatos. Algumas das ferramentas que utilizamos são *SWOT* e Porter (com sistemas de notas), *web scrapping*, *data crunching*, tráfego, entrevistas, testagens, Google Trends e muitas outras.

Aprendemos, também, a valorizar outra ponta do modelo de negócios: o *go-to-market*, relacionado às estratégias de marketing, aquisição de clientes, modelo de receita e alocação de capital. Não é tão simples quanto parece, e a forma como uma empresa escolhe enfrentar um mercado pode ser a única distinção entre uma tese vencedora e outra perdedora. Em geral, fundadores que conhecem o mercado na prática tendem a escolher melhores estratégias de *go-to-market*.

**Operações & tração:** esse tópico é mais direto ao ponto. Uma vez que as empresas ainda estão em *early-stage*, os principais *KPIs* devem apoiar a narrativa geral do negócio, incluindo produto e hipótese de modelo de negócios, mas podem ou não entregar resultados sólidos. É difícil para investidores *late-stage/public equities* ver os primeiros *KPIs* e visualizá-los no futuro. Foi uma longa curva de aprendizado para nós. Investidores *early-stage* experientes sabem exatamente o que procuram em *KPIs* de empresas em estágios iniciais – tendo em mente que os resultados desejados tendem a variar de acordo com a abordagem de mercado e *go-to-market* (*marketing-led*, *sales-led*, *product-led* e outras estratégias). O principal ponto que procuramos é o *product market fit*, através da satisfação do cliente, frequência de tráfego, compra, recompra, conversão, engajamento, referenciais, cancelamentos/retenção de receita e *upsell*. Antes de partirmos às conclusões, esses dados e *KPIs* deverão ser tratados e postos em *cohorts* para destacar comportamento ao longo do tempo, orgânico vs. inorgânico. Tal análise servirá, em última instância, para comprovar o domínio da equipe de gestão sobre os principais desafios operacionais, capacidade de execução, eficiência das estratégias atuais e, mais ainda, entender o mercado. Por exemplo, se a empresa pretende atingir um nicho, números de taxa de conversão, engajamento do cliente e comportamento orgânico devem ser maiores, uma vez que efeitos de rede surgem rapidamente; por outro lado, se o mercado é grande e o *go-to-market* não direciona um nicho específico, a análise de dados deve mostrar o quão custoso é para construir efeitos de rede em um mercado tão abrangente.

**Financials:** o principal objetivo da análise financeira é entender como os índices da empresa tendem a se comportar na medida em que o modelo de negócio amadurece – principalmente taxas de crescimento, margens, recorrência, *breakeven*, eficiência de capital, geração/necessidade de caixa de caixa. Em última instância, valorizamos a empresa que tem potencial para atingir forte alavancagem operacional, resultando em boas margens (investimentos *pre-growth*). Tais negócios terão geração de caixa suficiente para investir no próprio crescimento ou em ativos inovadores, no longo prazo. Com esses indicadores financeiros de alta qualidade, há grandes chances de que a empresa cresça a um ritmo de dois dígitos no longo prazo, com retornos compostos para seus acionistas.

A chave aqui seria ajustar as métricas tradicionais de rentabilidade para companhias *asset light* de alto crescimento, nas quais os ativos são majoritariamente intangíveis e investimentos estão mais fortes na DRE do que no Balanço Patrimonial. Por exemplo, analisar o *EBITDA* antes de investimentos em marketing e P&D fornece maior compreensão sobre a alavancagem operacional, assim como olhar para o *ROIC* ajustado àqueles investimentos que estão fora do Balanço. **No mundo de *venture capital*, crescimento e impulso são o oxigênio de uma empresa – negócios que crescem lentamente serão, eventualmente, atropelados. Além do mais, se uma companhia investe a maior parte da sua geração de caixa no seu próprio crescimento de receita e em ótimos ativos intangíveis, um**



## **EBITDA a zero é ótimo. Na verdade, é desejável.**

*Unit economics* e *LTV/CAC* são muito bons para a previsão de rentabilidade, mas nunca suficientes. Nossa visão contra o olhar ingênuo em relação aos *unit economics* e *LTV/CAC*, para a análise financeira de uma companhia jovem, é porque funcionam bem para empresas de *SaaS* (*Software as a Service*), mas não tanto para outros negócios. A depender da metodologia, as conclusões seriam incorretas. Por isso, criamos adaptações para diferentes comportamentos de clientes – por exemplo, para uma empresa *early-stage* de consumo (marcas de consumo, saúde, educação, *fintechs*), dado seu curto histórico de vendas (tipicamente de um a dois anos até que atinjam o *Series A*), modelamos o *LTV* baseado nas tendências de longo prazo dos *cohorts* de vendas obtidas por regressões não-lineares. Essa tendência pode ser aplicada para os *unit economics* atuais e projetados, a fim de fornecer estimativas de recorrência mais precisas para o cálculo de *LTV*, bem como para a construção do *topline* na modelagem financeira.

Não há nenhuma outra forma que tenhamos encontrado, a não ser modelando todos os *financials* do negócio, para criar conforto, de tal forma que possamos compreender o *breakeven*, alavancagem operacional e dinâmicas de caixa – elementos esses que não podemos endereçar apenas pela análise de *unit economics*. Toda modelagem será feita com um cenário pessimista, base e otimista, adicionando a viabilidade e riscos para as principais premissas dos negócios e estabelecendo os principais pilares na avaliação de retornos. Sempre que sentirmos desconforto com uma premissa, desenharemos sensibilidades para estressar os cenários a fim de entender profundamente os riscos e incluí-los nos casos.

**Riscos:** é essencial que avaliemos os retornos somente depois de construir uma forte opinião sobre os riscos. Nossa avaliação de retornos deve levar os riscos em consideração, a fim de criar cenários ajustados a eles. O maior obstáculo dessa etapa, que estamos a superar, é sobre como criar *base-cases* entre oportunidades de investimentos quando os riscos são muito diferentes de uma empresa para outra – e, por essência, difíceis de serem quantificados. Nossas projeções financeiras para dois negócios diferentes deveriam ter o mesmo nível de conservadorismo ou agressividade, assim como o mesmo volume de riscos embutidos – produzindo expectativas de retorno no *base-case* **ajustadas ao risco**.

O que fizemos para lidar com isso foi padronizar o critério de *base-case*: não carregar nenhuma probabilidade binária de sucesso ou risco estrutural. Idealmente, não deveria depender de outras rodadas de investimentos (embora isso não seja aplicável para investimentos *seed* e para fundadores com ótimo histórico de captação de recursos) e sem grandes mudanças no modelo de negócios e no produto, considerando apenas produtos com um claro *market-fit*.

A melhor forma que encontramos para pensar sobre os riscos de uma empresa *early-stage*, e entender se nosso caso é conservador ou agressivo, é olhando para o processo da seguinte perspectiva: a partir do nosso *base-case*, o que pode dar errado. Nesse *framework*, pontuamos os principais eventos, com probabilidades e impactos, que poderiam diminuir o valor do nosso cenário base. Por exemplo, adoção de tecnologia, desenvolvimento de produto, mudanças de regulação, efeitos de rede, ganhos de escopo etc. O resultado dessa análise é uma série de coisas que deveriam dar certo para que a empresa possa atingir o cenário de *base-case*, e a probabilidade disso. Por exemplo, se temos 5 possíveis riscos, com uma probabilidade de 50% e 50% de impacto, teríamos uma probabilidade de 3% sucesso no caso, que representaria um *base-case* excessivamente agressivo – que deveria ser ajustado.

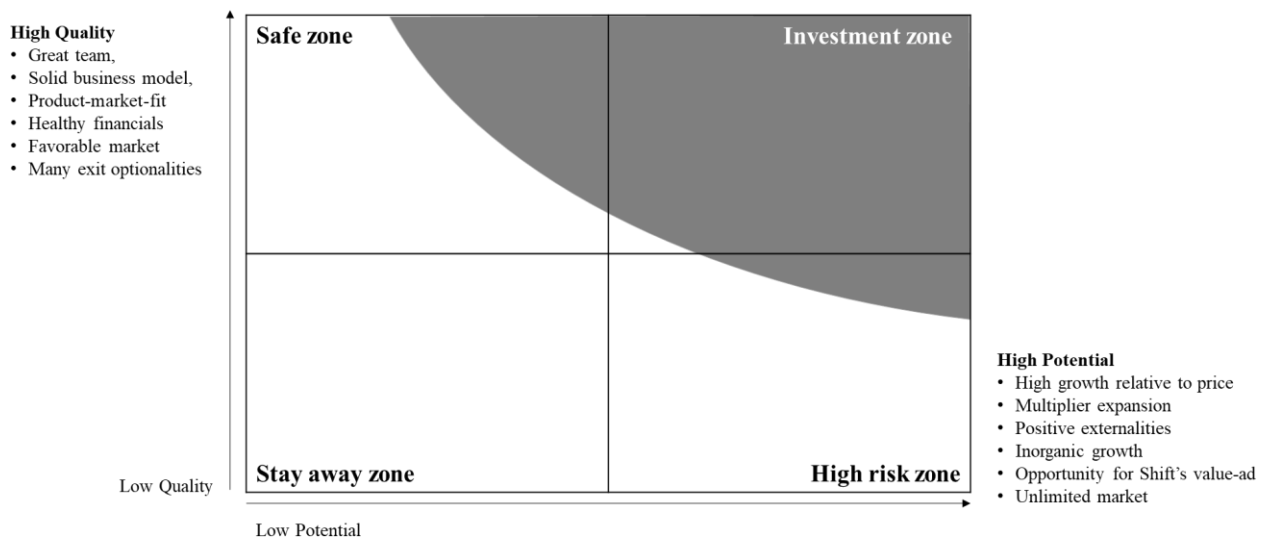
**Mensuração de retorno:** nosso processo de mensuração de retorno começa com projeções financeiras (*bear, base e bull*) bem desenhadas e padronizadas por ajuste ao risco, que seguem critérios semelhantes para todas as oportunidades de investimento. Esses pontos definirão o passo inicial para a medida de retorno. Então avaliamos as opções de saída, múltiplos de saída realistas e horizonte de tempo ideal para o investimento (5 anos, em geral). Todo cenário terá suas expectativas de retorno, desafios de execução, viabilidade e de seus próprios riscos embutidos, produzindo um resultado de *cash-on-cash* e taxa interna de retorno (TIR). Quando o comitê de investimentos está confortável com os retornos do cenário base da companhia, aprofundamos em possíveis *upsides*, e quão grande eles podem ser – mas sem considerá-los, inicialmente, nos cenários.



\*\*\*

Toda a nossa análise é suportada por uma diligência realista e mão na massa, testando produtos e conversando com competidores diretos e indiretos, líderes setoriais, clientes, fornecedores e outras partes envolvidas para obter o máximo de informações sobre a dinâmica de mercado, tamanho de mercado, *go-to-market*, produto e aderência do modelo de negócios, reputação do time e outros aspectos. Tal abordagem tem produzido resultados notórios para nós, evitando fundadores de baixa reputação, identificando falhas na estratégia de *go-to-market* e melhorando nossas estimativas de tamanho de mercado. Ou, em outros casos, confirmando as nossas hipóteses iniciais e fortalecendo nossas convicções.

O ponto final de nossa análise é (i) ter percepções qualitativas que posicionem corretamente a companhia em termos de *qualidade* e (ii) criar expectativas de retornos padronizadas, que garantem certo grau de *potencial* à tese.



Uma das maiores diferenças de nossa filosofia é que olhamos profundamente para qualidade e potencial, desenvolvendo um nível raro de entendimento e convicção para fundos de *Venture Capital*. Isso nos garante diversos insumos para a tomada de decisão, nos permitindo criar convicção por investimentos não-óbvios, sabendo que poucas empresas possuem alta qualidade e alto potencial à primeira vista – e, por consequência, seus rounds são extremamente competitivos e exageradamente caros. Por exemplo, a Shift terá casos de investimento em companhias de alta qualidade, com potencial médio, sabendo que essas apresentam perspectivas de risco ótimas. Do outro lado, apoiaremos empresas com qualidade média, mas grande potencial, sabendo exatamente suas deficiências e trabalhando em soluções práticas para lidar com elas. Isso apenas é possível se entendermos, com profundidade, tais características (qualidade e potencial) nas empresas-alvo. Assim, temos extrema convicção de um *base-case* ajustado ao risco que ofereça uma ótima relação de risco e retorno, apesar de não estar, necessariamente, perfeitamente posicionada em termos de qualidade ou potencial. A forma fácil, frequentemente praticada pela maioria dos VCs, é olhar para as empresas de forma superficial, e apostar apenas quando, à primeira vista, o potencial é alto.

Em última instância, sempre priorizaremos qualidade em detrimento de potencial, pois ao analisar qualidade temos mais recursos analíticos e menor probabilidade de erro. Nossa escolha será por focar no que sabemos, ao invés das diversas premissas por trás do que não sabemos, balanceando o lado artístico e científico da equação de tomada de decisão. Sentimos que o mercado, especialmente em investimentos *early-stage*, tende a priorizar o lado artístico. Essa preferência é, provavelmente, a razão pela qual investidores de venture não focam em filosofias de investimento. Balancear ciência e arte é, de fato, um grande desafio.

Embora tenhamos atingido sucesso com as primeiras versões de nossa filosofia, processos e *frameworks*, esperamos diversos desafios nos próximos anos, na medida em que conquistamos maior experiência e





significância estatística. Temos certeza de que nosso primeiro fundo também há de contribuir com tal futuro. Será interessante contrastar esses passos iniciais com as revisões de nossa filosofia no futuro.

### **Nossa filosofia e a evolução do mercado**

Desde 2019, temos vivenciado ventos favoráveis à indústria de VC na América Latina, com crescimento de capital, aquecimento das atividades de M&A e expansões acentuadas de múltiplos. Os resultados excepcionais das companhias em nosso portfólio têm sido influenciados por tais dinâmicas, assim como todos os portfólios de *Venture Capital* na América Latina. É difícil separar nossos resultados (e os resultados do mercado) entre o que está relacionado com a capacidade do gestor em gerar *Alpha* e o que está relacionado com os ventos a favor da indústria. O que temos certeza é que essa safra de investimentos não representa as próximas por vir.

Tentamos entender o comportamento macro da indústria para ajustar nossa filosofia de investimento às mudanças no mercado, descobrindo que nossas habilidades para esse fim são extremamente limitadas. Tentar determinar em qual momento estamos em relação a um ciclo hipotético seria uma tarefa inglória, e objeto de um novo estudo envolvendo economia global e geopolítica, que ainda não estamos preparados para atender. No entanto, estar preparado para reversão de ventos favoráveis para desfavoráveis é o mínimo que um investidor consciente pode fazer.

Olhando para nossas decisões de investimento e companhias no portfólio, podemos inferir que nossa filosofia tem duas fortes propostas de valor: estamos naturalmente preparados para uma reversão no mercado, embora não pretendamos saber quando isso acontecerá – e se acontecerá –, e isso é naturalmente diferente do padrão na indústria de *Venture Capital*, sendo, por conclusão, mais descorrelacionada.

### **Nossa filosofia tem nos servido para muitos propósitos além de retornos**

Como você deve saber, temos comitês de investimentos. Toda a indústria tem, em diferentes formatos e estilos. No começo, era difícil discutir oportunidades de investimentos em nossas reuniões – quando não sabíamos exatamente o que procurávamos. Quando esse é o caso, se torna um jogo de *storytelling*: se o gestor de investimentos é habilidoso o suficiente para contar uma história convincente, o investimento parece bom e recebe suporte do comitê; e quando não possui tal habilidade, apenas dirá “você tem que ouvir do fundador” e deixará com que o fundador da empresa faça o trabalho de vender a ideia.

Após o doloroso processo de desenhar os primeiros passos de nossa filosofia – e assim que se tornou legítima entre nossa equipe – nossos comitês se tornaram um jogo de consistência, ao invés de *storytelling*. Passamos a saber exatamente o que procurávamos. Se tornou um ciclo virtuoso, no qual decisões são racionais, possuem alto nível de convicção e são mais fáceis de serem tomadas. **A propósito, alto grau de convicção na tomada de decisão é ótimo. É ótimo para a nossa equipe, que é incentivada com processo de decisões coerentes e horizontais. É ótimo para os fundadores, que possuem suporte incondicional de toda nossa equipe. E é ótimo para os nossos processos internos, que são legitimados e aprimorados, baseado em pilares sólidos de valores, cultura e consistente tomada de decisão.**

Nossa filosofia também nos auxiliou a se comunicar com investidores, construindo um nível único de entendimento sobre como pensamos investimentos. Isso é central para o nosso posicionamento e nos diferencia do mercado. Com os *feedbacks* positivos que temos recebido, nossa filosofia tem ajudado, também, a construirmos confiança em nossa tese para o próximo capítulo da nossa história, o Shift Alpha I.

*Sincerely,*

*Bernardo, Fernando & João*



### **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.*