



fu
se

21
Q1

O FUTURO É AQUI E AGORA

Introdução

Existem ditos que afirmam que certas inovações nascem de um flash na mente brilhante de um gênio. Aquele momento “Eureka”, como ocorre em uma história em quadrinhos. Entretanto, a maioria das inovações bem-sucedidas são oriundas de uma busca consciente, incansável e repetitiva de um desbravador. Uma oportunidade detectada em um ambiente ainda inexplorado.

Vamos pegar o exemplo de Wolfgang Amadeus Mozart, figura que o jornalista britânico Malcolm Gladwell retrata brilhantemente em seu livro mais recente. Em *Falando com estranhos*, o autor diz que apesar de Mozart ter começado a compor aos 6 anos, seus primeiros arranjos não eram excepcionais. Apenas após vinte anos de prática é que o gênio produziu as suas maiores composições. Gladwell conclui, então, que o grande diferencial do músico foi a prática incansável, que acabou levando-o à excelência profissional.

Para quem quiser se aprofundar sobre o tema, recomendamos também o estudo desenvolvido pelo psicólogo Michael Howe, *Genius Explained* (“Desvendando o Gênio”, em tradução livre), que é a pedra fundamental para a conclusão que Malcolm Gladwell realizou em sua obra.

A inovação, em sua maior parte, é conceitual e sensorial. Os empreendedores de maior sucesso começam sempre com um trabalho analítico profundo e, depois, “vão a campo” testar hipóteses. Em suma, experimentar o comportamento de seus consumidores potenciais vem se mostrando cada vez mais valioso quando se tem uma ideia. Para ser eficaz, a inovação precisa ser simples e ter um propósito muito bem definido, fugindo do clichê “disrupção” quando utilizado apenas pelo glamour que o envolve. Como bem define Peter Thiel,

“[a] disrupção se metamorfoseou em um jargão auto congratulatório para qualquer coisa que se faz passar por nova e moderna”.

Por outro lado, a inovação também pode ser ingênua e transformadora, como ocorreu no Japão após o fim da ocupação pelos Aliados na Segunda Guerra Mundial, quando apenas 14% de suas estradas eram pavimentadas, enquanto que o resto era delineado para carros de bois do século X. O que fez o sistema japonês funcionar para automóveis e caminhões foi a introdução nos veículos de pequenos refletores que já faziam parte dos carros nos Estados Unidos desde 1930. Com este simples advento, todos conseguiam enxergar os outros, não importando a direção em que eles se encontravam.

“Se, a princípio, a ideia não é absurda, então não há esperança para ela.”

Albert Einstein

Em uma indústria como a de Venture Capital, que sempre busca empresas e empreendedores inovadores, vale a provocação: como nosso setor está se reinventando? Quais foram as principais inovações apresentadas e para onde ele está se movendo?

Este será justamente o tema que dividiremos com vocês na nossa primeira carta de 2021.

O nascimento da indústria de Venture Capital

O primeiro fundo formalmente reconhecido como de Venture Capital surgiu em 1946, nos Estados Unidos, sob a alcunha de American Research and Development Corporation (ARDC). Ele contava com sócios ilustres como Karl Compton, presidente do MIT (Instituto de Tecnologia de Massachusetts) à época, Ralph Flanders, então presidente do Federal Reserve Bank de Boston, e George F. Doriot, então professor da Harvard Business School.

O ARDC se tornou o primeiro fundo de capital de risco a receber recursos oriundos de universidades, de fundos de previdência e de fundos mútuos. Recursos que delinearão o padrão da indústria nos anos que estavam por vir.

O maior sucesso do ARDC, contudo, veio do seu investimento na Digital Equipment Company (DEC), em 1957, quando o fundo investiu 70 mil dólares pela participação de 77% na empresa. Ao longo dos catorze anos seguintes, o valor da empresa ultrapassou 355 milhões de dólares. Este caso de sucesso do ARDC fez com que vários outros fundos viessem a reboque, tanto na Costa Leste, quanto na Costa Oeste dos Estados Unidos.

-guerra e as políticas governamentais e recomendamos caso alguém queira se aprofundar no tema.

Na Terra do Sol Nascente, a economia após a Segunda Guerra Mundial encontrava-se devastada. Sua indústria de transformação se reduziu a pó e a oferta de alimentos caiu pela metade. Do ponto de vista macro, a situação também não era animadora, e o povo japonês sofria com uma inflação altíssima por conta da oferta monetária descontrolada.

Várias políticas foram implementadas pelo governo japonês para ajudar o país a se recuperar. Isso incluía uma iniciativa agressiva de Produção Prioritária, que forneceu subsídios às indústrias manufatureiras, em especial, à do carvão e à do aço. Além de um controle bastante forte dos preços para conter a perda do poder de compra. Essas ações deram certo e fizeram com que o país voltasse a apresentar um crescimento robusto de sua economia nos anos que se sucederam. Mesmo assim, para os autores, o desenvolvimento tecnológico do Japão ficou para trás após a Segunda Guerra Mundial, e o país sobreviveu importando máquinas e equipamentos, contratando consultores dos Es-

*“Inteligência é acertar o alvo que ninguém consegue.
Genialidade é acertar o alvo que ninguém pode ver.”*

Amin Toufani

Muitos relacionam o sucesso do ARDC com o fato do mundo estar vivendo o período pós-guerra, com o argumento de que a Segunda Guerra Mundial teria sido um catalisador importante para investimentos em tecnologia. Isso de certa forma faz sentido, mas achamos que existem outros aceleradores que também foram bastante relevantes para o período em questão.

Vale lembrar um ótimo artigo publicado pela editora da Universidade de Oxford, no qual os autores Hiroyuki Odagiri e Akira Goto dissertam sobre a situação do Japão no período pós-guerra. O título do documento é O progresso tecnológico do pós-

tados Unidos, comprando invenções e enviando milhares de engenheiros de primeira linha mundo afora.

De volta ao tema da carta, alguns aspectos legais e estruturais também se mostraram bastante relevantes para o amadurecimento dessa indústria no cenário global. Um exemplo bem claro foi a criação da Limited Liability Company em 1811. Para colocarmos todos na mesma página, a LLC, como é conhecida, é um tipo de empresa constituída sob a forma de sociedade limitada nos Estados Unidos. Ela é formada por sócios que podem ser residentes americanos, e como maior “inovação” trouxe o fato de que os proprietários da organização não se responsabilizam de forma pessoal com possíveis passivos. Esse risco limitado, somado a uma indústria de alto risco, obviamente, fez com que muito investimento fosse destravado.

Outra inovação, que só surgiu na década de 1960, foi a segmentação dos papéis de cada agente específico desta indústria. Em especial, a boa relação entre o general partner (GP), que no nosso paralelo no Brasil seria o gestor do fundo, com o limited partner (LP), que no Brasil tem como espelho a figura do investidor. E o que rege esta boa relação entre GP e LP são práticas e diretrizes claras de governança.

Com exemplos bem sucedidos como o do ARDC, com o limite de perdas estabelecidos pela regra da LLC e uma diretriz clara sobre a segmentação dos principais players (GP e LP), o último advento de inovação desta indústria que falta ser mencionado veio após 1879, com a regulação do sistema bancário que trouxe muito mais transparência e acesso às informações. Se nossos leitores quiserem conhecer mais sobre o início dessa regulação do sistema bancário norte-americano, recomendamos um artigo didático escrito por Lynne Doti, da Universidade de Chapman, e Richard Runyon, Universidade de Cambridge, sob o título de O efeito da regulação nos bancos: Califórnia 1879-1929.

O surgimento do Venture Debt

Nos últimos três anos, só nos países emergentes, as opções de produtos relacionados com a dívida das empresas inovadoras aumentaram mais de 80 bilhões de dólares. Só em 2019, de acordo com dados do Pitchbook, o mercado da dívida de risco atingiu um valor recorde de \$28,2 bilhões em 3.000 negócios. Um nível que se manteve bastante elevado mesmo com a pandemia COVID-19.

Na última década, o Venture Debt surgiu como uma grande alternativa de financiamento para as empresas de elevado crescimento. Dado o acesso acelerado nos últimos três anos, o Venture Debt demonstrou um crescimento mais robusto do que o próprio mercado de Venture Capital. Curiosamente, este progresso no financiamento aparece em todos os setores e em todas as fases de crescimento.

Se antes uma empresa inovadora que apresentasse uma dívida não conversível em seu balanço era vista de forma negativa pela indústria de Venture Capital, hoje, os casos são bem mais comuns e compreendidos. Afinal, em uma empresa exponencial, a moeda mais cara que o empreendedor pode vender são suas próprias ações, realidade que o mercado, finalmente, entendeu.

“Nós estamos vivendo durante o mais maravilhoso momento para estar vivo.”

Peter Diamandis

Nos últimos anos, as opções de produtos de dívida para empresas com crescimento exponencial também se expandiram. Cartões de crédito empresariais especificamente voltados para startups, soluções bancárias e de capital para pequenas empresas, como as lançadas pela Square e pela Brex, e, principalmente, o desenvolvimento de opções de financiamento com base em receitas recorrentes canalizaram um enorme fluxo de capital até então represados.

O financiamento de receitas recorrentes, conhecido também como MRR Financing (Monthly Recurring Revenue), vem ganhando um papel de destaque tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos. No mercado norte-americano, o caso mais emblemático foi o da Pipe, empresa lançada em junho de 2020 que já vale 2 bilhões de dólares.

O objetivo da Pipe é dar às empresas de SaaS uma maneira de obter antecipadamente a sua receita. Segundo seu fundador e co-CEO Harry Hurst, eles já estavam ampliando o escopo de sua plataforma além das empresas de SaaS para “qualquer companhia com um fluxo de receita recorrente”. Isso incluiria empresas de assinatura, serviços de streaming e até organizações de telecomunicações. De acordo com ele, quando eles abriram seu negócio, eles realmente só pensavam na startup de SaaS como cliente alvo, porém “mais de três mil empresas já se inscreveram para usar nossa plataforma. E empresas que variam de um estágio inicial até as de capital aberto”.

O sistema da Pipe avalia as principais métricas de um cliente ao integrar-se com os sistemas de contabilidade e seus meios de pagamentos. Em seguida, ele avalia instantaneamente o desempenho do negócio e o qualifica para um limite de crédito pre-estabelecido. Os limites atualmente variam de 50 mil dólares, para empresas em estágio inicial, até mais de 100 milhões de dólares, para aquelas em estágio mais avançado e de capital aberto. Dados não oficiais apontam para um ARR (Anual Recurring Revenue) de 1 bilhão de dólares negociados na plataforma atualmente.

No que diz respeito ao mercado brasileiro, a empresa que mais se destaca neste nicho é a fintech de São Paulo, a55. Fundada em 2017 por Hugo Mathecowitsch e André Wetter, ela conta com uma operação robusta tanto no Brasil quanto no México. Aqui, especificamente, ela tem mais de dez mil empresas cadastradas. Diferentemente da Pipe, a a55 opera majoritariamente na linha de antecipação de receitas recorrentes, mas, focada em SaaS. [Vale destacar que a a55 é uma parceira da Fuse nas operações de Venture Debt que fazemos para o Fuse Capital Fund I.](#)

A nova fronteira do Venture Capital

Nossa percepção é que existe uma peça neste tabuleiro de Venture Capital, com muito pouco avanço até o momento, mas que precisa se movimentar. Quando usamos o nosso chapéu de empreendedor, conseguimos perceber que, do mesmo jeito que houve mudanças estruturais dentro e fora da indústria de Venture Capital, estamos vivendo um momento ímpar em que se faz necessário inovar tanto na oferta de produtos quanto nos acessos a eles. O que presenciamos com a Pipe é o novo relacionamento entre o investidor e os ativos ilíquidos. À medida que o processo torna-se menos burocrático e mais personalizado, o investidor estará cada vez mais perto do ativo. Contudo, hoje, os produtos que encontramos nas prateleiras da indústria de Venture Capital são de longuíssimo prazo, pouco democráticos e com muitos intermediários, dado que é destinado apenas a investidores qualificados.

Desde o início da pandemia, o mundo mudou completamente. Como dissemos em nossas cartas anteriores, estamos vivendo um novo plano de metas, um novo “50 anos em 5”, mas, dessa vez, na forma como socializamos, consumimos, trabalhamos e até investimos. Nesse período, tendências foram impulsionadas e implementadas em tempo recorde.

A inovação que acreditamos que vá impactar severamente o setor de fundos de investimentos são o blockchain e as implicações que essa tecnologia traz para o passivo desta indústria de fundos ilíquidos.

O blockchain permite que duas pontas, sem confiança uma na outra, troquem dados digitais sem que haja um terceiro ou um intermediário. Vale ressaltar que quando mencionamos “dados” na frase anterior, nos referimos a dinheiro, seguro, contratos, títulos de propriedade, registros médicos, registros educacionais, certidões de casamento e de compra e venda de bens e serviços e qualquer transação ou ativo que possa ser traduzido para uma forma digital. Vocês percebem quantas indústrias e quantos setores o blockchain pode impactar?

Por isso, inclusive, seu potencial na indústria e na sociedade está sendo explorado por diversos setores e diversas organizações. Importante ressaltar que nosso intuito nesta carta não é abordar o tema criptomoeda propriamente dito, mas, sim, a inovação tecnológica por trás dela, a qual inclusive vem impactando de forma muito clara o mercado monetário.

que tem ganhado uma tração nos últimos meses é o “nicho” de Decentralized Finance (DeFi), com o propósito de descentralizar tudo o que os grandes serviços financeiros oferecem. Usando protocolos do DeFi, você pode manter a própria custódia e interagir digitalmente com qualquer app descentralizado. Nesses apps é onde acontecem as etapas interessantes para quem gostaria de participar do mercado.

“Os títulos tokenizados têm o potencial de trazer liquidez e acesso a classes de ativos que antes estavam fora do alcance da maioria dos investidores.”

Joachim Godet, da 01 Capital

Uma característica chave da inovação do blockchain é o grau de confiança transacional, que é afastado de um intermediário terceirizado, e que normalmente funcionaria como um autenticador de uma transação. A título de ilustração, um autenticador muito transparente em nosso dia a dia são os cartórios, que podem estar com seus dias contados. No caso do blockchain, a autenticação é atingida de forma criptografada, com todos os participantes tendo acesso à “versão da verdade”, mas sem que algum utilizador possa controlá-la ou alterá-la.

O blockchain que atualmente garante maior flexibilidade no que se refere ao tipo de inovação que mencionamos é o Ethereum¹, já que ele permite o uso de smart contracts para que direitos pré-combinados sejam executados automaticamente. Por exemplo, emissores e investidores acordam os termos de uma venda e de uma oferta atuando como variáveis programáveis no smart contract. Ele, então, é assinado criptograficamente por todos os participantes, ou ledgers. Na data de encerramento, o protocolo do smart contract inicia a troca de dinheiro e a transferência de títulos, sendo cada uma delas registrada permanentemente no blockchain.

Pelo fato dos contratos terem a capacidade de serem modificados dependendo do objetivo das duas pontas, a disrupção que a tecnologia apresenta em cada setor é relevante. No nosso ambiente, o

Como exemplo desses apps descentralizados podemos citar alguns relevantes, como a Compound, um protocolo algorítmico e autônomo de empréstimo peer-to-peer que gera liquidez para quem precisa e ganha juros em cima disso; a Nexus Mutual, que vende seguro contra smart contracts caso haja utilizações não intencionais do código; e a Decentralized Exchanges (DEXs), que oferece margin trading, derivativos e sintéticos. A lista é longa e as possibilidades são ainda maiores.

Quando olhamos a indústria de Venture Capital como ela é hoje, deparamo-nos com fundos ilíquidos de longo prazo, pouca democracia em seu acesso e um processo de onboarding antiquado, o que nos levou a estudar como o blockchain poderia ser usado para resolver gargalos específicos. Concluímos que o melhor caminho para endereçar estes problemas atende pelo nome de [Securitized Token Offerings \(STO\)](#).

O STO é uma oferta de títulos de ações ou dívidas de uma empresa privada em uma Exchange Global. Diferentemente de um Initial Public Offering (IPO), um STO permite a troca de títulos de uma empresa por tokens, sem que sejam necessários custos burocráticos (fees) para intermediários. Dessa forma, o STO oferece um contrato de investimento que é legalmente vinculado ao capital da empresa. No caso da indústria de investimento, o contrato seria ligado à cota do fundo ou ao NAV (Net Asset Value) no mercado de fundos norte-americanos.

1. Diferente do Bitcoin, o blockchain da Ethereum permite o uso de smart contracts, em que as duas partes escrevem os detalhes do contrato até ambas estarem satisfeitas. Uma vez acordado, o contrato é transmitido para o blockchain onde todos os participantes ficaram de testemunhas. Passado um tempo, o evento é desencadeado e os fundos são transferidos automaticamente.

Devido ao token ser 100% digital e estar lastreado em ativos do fundo (cota ou NAV), ele poderia ser emitido em uma exchange na Europa, na Ásia e, em um futuro próximo, até na América Latina. As exchanges que, por sua vez, realizam a tokenização e a listagem dos ativos digitais oferecem pela primeira vez acesso a um [mercado secundário](#). Com isso, um investidor de um ativo ilíquido pode trocar sua participação de forma muito ágil e com pouco custo transacional. Como acertadamente disse Joachim Godet, da 01 Capital e um dos nossos parceiros ao longo deste estudo sobre o tema, “os títulos tokenizados têm o potencial de trazer liquidez e acesso a classes de ativos que antes estavam fora do alcance da maioria dos investidores. O Venture Capital é uma dessas classes de ativos de importância crescente para a economia”.

Por sua vez, certas exchanges, como a Fusang e a Archax, implementam os processos necessários para listar o token. Desde a tokenização do ativo até o compliance de Know Your Client/Anti-Money Laundering em conformidade com as leis de valores mobiliários que cada jurisdição estabelece, tudo 100% digital e registrado no blockchain.

Note a quantidade de passos e intermediários que a tokenização elimina. Como diz Henry Chong, fundador e CEO da Fusang, os títulos podem fornecer liquidez secundária aos investidores por meio de fichas negociáveis. Os títulos digitais também permitem a automatização generalizada do processo, eliminando a maior parte da papelada e as ineficiências no mercado de investimento tradicional. Isto significa que os investidores podem apostar em títulos digitais sem fricção, independentemente da sua localização ou cidadania, e com um investimento mais baixo. Vale ressaltar que a Fusang, primeira e única bolsa de valores digital totalmente regulamentada e aberta a investidores de varejo, fornece um serviço end-to-end aos seus clientes para criar títulos digitais regulamentados.

Estamos presenciando um momento único nesta indústria, e acreditamos que a nova fronteira de inovação será esta revolução do STO na indústria de fundos. Ao longo deste estudo, tivemos a chance de conversar com players globais que vão desde fundos tokenizados até fundo de fundos que só investem em ativos tokenizados.

A partir dessas conversas, acreditamos que os quatro pilares de uma gestora de sucesso são: acesso, capital, capacidade analítica e pessoas. À medida que o investidor tem uma aproximação maior aos ativos, como tem mostrado a Pipe e a Robinhood, os pilares de acesso e de capital se tornam menos determinantes para o alocador/investidor de Venture Capital. Por sua vez, capacidade analítica e pessoas continuam sendo extremamente relevantes e vão continuar apresentando uma forte correlação com o sucesso da gestora. Estamos bem confiantes que a tecnologia e a solução que o STO oferece vêm para otimizar processos e fazer com que o foco seja voltado para o core business.

Conclusão

Na década de 1960, Gordon Moore escreveu o artigo Comprimindo mais componentes em circuitos integrados, com algumas previsões que acabariam, mais tarde, mudando o mundo em que vivemos. No estudo publicado em 1965 na Electronics Magazine, Moore observou que o número de componentes de um circuito integrado em um chip de computador dobrava a cada ano.

Embora bastante ousada para época, sua previsão não só se confirmou, como ainda se mantém extremamente atual. Em síntese, a famosa lei de Moore afirma que a cada dezoito meses o número de transistores em um circuito integrado dobra. O que significa dizer que, a cada dezoito meses, os computadores ficam duas vezes mais rápidos pelo mesmo preço. Mesmo excluindo o efeito cambial da conta, pode-se claramente ver este efeito no iPhone, por exemplo.

“Se você contar sua ideia para dez pessoas e nove delas disser que você está maluco, provavelmente, você está fazendo algo inovador.”

Nolan Bushnell

Acreditamos que, nos últimos anos, a indústria de Venture Capital vem apresentando uma série de inovações que, se não está no mesmo ritmo da lei de Moore, encontra-se bem próximo. O advento do Venture Debt, como mencionado anteriormente, configurou-se em uma mudança de paradigma para o setor. Não só pela dinâmica, mas, também, por incluir novos investidores neste mundo de startups.

Contudo, nada nos parece tão transformador e disruptivo quanto o advento do STO. A democratização desta classe de ativos para fora de um pequeno e seleto grupo parece, para nós da Fuse, mais próximo da realidade. A fronteira de transformar iliquidez em liquidez ou de transformar atrito em acesso, está aí. [O futuro é aqui e agora.](#)

fuse
capital

Rio de Janeiro
30 de Abril 2021

ir@fuse.capital

"De emprendedores, para emprendedores"