

A Peregrinação a *Sand Hill Road*: Investimento de capital de risco em startups de tecnologia relacionadas ao setor editorial^a

The pilgrimage to Sand Hill Road: Venture capital investment in publishing-related tech startups

JOHN B. THOMPSON^b

University of Cambridge. Cambridge, Reino Unido

RESUMO

Muitos empreendedores no mundo das startups de tecnologia buscam financiamento de capital de risco para estabelecer e expandir seus negócios, mas esse pode ser um processo repleto de desafios e carregado de consequências a longo prazo. A maioria das tentativas de obter financiamento de capital de risco falhará, e a maioria das startups financiadas por capital de risco não terá sucesso. Além disso, as startups que conseguirem esse tipo de financiamento tenderão a seguir uma trajetória de desenvolvimento muito diferente da de muitas empresas tradicionais. Este artigo busca esclarecer a relação única e especial entre o capital de risco e as startups de tecnologia, com foco em um subconjunto específico: aquelas relacionadas à indústria editorial de livros. A análise abrange tanto a perspectiva de um capitalista de risco bem estabelecido no Vale do Silício e financiador de startups de tecnologia, quanto a perspectiva dos empreendedores que buscam garantir financiamento de capital de risco. Ao examinar essa relação sob ambas as óticas, podemos entender por que alguns empreendedores conseguem captar recursos enquanto outros não. Também podemos compreender por que as trajetórias de desenvolvimento das startups financiadas por capital de risco são significativamente diferentes das de muitas empresas tradicionais e explicar por que algumas dessas empresas financiadas por capital de risco falham, enquanto outras, competindo em um mercado semelhante e em condições aparentemente equivalentes, sobrevivem e prosperam.

Palavras-chave: startups de tecnologia, capital de risco, publicação, Silicon Valley, Sand Hill Road

^a Trata-se de versão traduzida pela empresa Tikinet, do original em inglês "The pilgrimage to Sand Hill Road: Venture capital investment in publishing-related tech start-ups", originalmente publicado em Thompson, J. B. (2022). "The pilgrimage to Sand Hill Road: Venture capital investment in publishing-related tech start-ups", *Media Industries*, 9(2), 5. <https://doi.org/10.3998/mij.1444>

^b Professor Emérito de Sociologia na University of Cambridge e Membro Emérito do Jesus College (Reino Unido). E-mail: jbt1000@cam.ac.uk

ABSTRACT

Many entrepreneurs in the world of tech start-ups seek venture capital funding to establish and grow their businesses, but this can be a process fraught with difficulties and laden with long-term consequences. Most attempts to secure VC funding will fail, and most start-ups that are VC funded will not succeed. Moreover, start-ups that do secure VC funding will tend to find themselves on a developmental trajectory that is very different from that of many traditional businesses. This paper seeks to shed light on the unique and special relationship between venture capital and tech start-ups by focusing on a particular subset of tech start-ups: those that are related to the book publishing industry. It examines this relationship both from the viewpoint of a well-established venture capitalist in Silicon Valley who funds tech start-ups and from the viewpoint of entrepreneurs who are trying to secure VC funding. By examining this relationship from both points of view, we can understand why some entrepreneurs succeed in raising funds and others don't. We can also understand why the developmental trajectories of VC-funded start-ups are very different from those of many traditional businesses and we can explain why some VC-funded businesses fail while others, competing in a similar space in seemingly similar conditions, survive and flourish.

Keywords: Tech start-ups, venture capital, publishing, Silicon Valley, Sand Hill Road

A MEDIDA QUE A revolução digital ganhava força na década de 1990 e no início dos anos 2000, seu impacto sobre as empresas de mídia tradicionais e os ambientes mais amplos em que essas empresas operavam tornou-se cada vez mais evidente. As empresas de mídia foram particularmente vulneráveis aos efeitos da revolução digital, uma vez que lidavam principalmente com conteúdos simbólicos que podiam ser digitalizados. Consequentemente, seu principal ativo – o conteúdo simbólico – foi rapidamente capturado pelas novas formas de processamento e transmissão de informação desenvolvidas pelas tecnologias baseadas em computador. O impacto da digitalização variou significativamente de uma indústria de mídia para outra, e mesmo dentro de diferentes setores de uma mesma indústria, dependendo de uma série de fatores e condições muitas vezes específicos de certas indústrias e setores. Seria um equívoco presumir que o impacto da digitalização foi uniforme, ou mesmo semelhante, entre as diversas indústrias e setores de mídia¹. Além de seu efeito nas indústrias de mídia tradicionais, a revolução digital também criou oportunidades para novos *players* ingressarem em campos que as organizações de mídia tradicionais há muito consideravam conquistados. As barreiras à entrada, que anteriormente ofereciam certa proteção às organizações de mídia tradicionais, estavam se

¹ Lotz (2021) destaca bem esse ponto.

desgastando ou sendo eliminadas. Essas organizações depararam-se com uma infinidade de novas startups, algumas buscando colaboração, enquanto outras se posicionavam como concorrentes. O mundo delas estava mudando rapidamente, e muitas vezes era difícil distinguir entre amigos e inimigos – e, em alguns casos, esses papéis se confundiam.

Enquanto a indústria musical e a indústria jornalística foram rapidamente e dramaticamente perturbadas pela revolução digital, a indústria editorial de livros também foi profundamente impactada, embora de maneiras complexas e específicas a esse setor. No final da década de 1990 e início dos anos 2000, o ambiente de varejo na indústria editorial de livros foi transformado por uma startup tecnológica que utilizou a tecnologia digital e a Internet para revolucionar a cadeia de abastecimento de livros. Com um início modesto em uma garagem de Seattle, a Amazon rapidamente se tornaria o maior varejista do mundo e a organização mais poderosa que a indústria editorial de livros já conheceu. De repente, a mais antiga das indústrias de mídia havia sido invadida por uma gigante tecnológica e as editoras lutavam para lidar com as reverberações. No entanto, a Amazon não era a única empresa de tecnologia perturbando a indústria editorial de livros: dezenas de startups de tecnologia emergiam dentro e fora do setor editorial, experimentando com novas tecnologias e buscando maneiras de criar novos produtos e serviços em uma indústria que permaneceu praticamente inalterada, em termos de estruturas básicas e modelos de receita, por vários séculos. As atividades dessas startups variavam de hardware a software, de e-books a aplicativos, de autopublicação e *crowdfunding* a serviços de assinatura, de marketing online a mídias sociais. Em uma indústria onde o valor estava atrelado a conteúdo baseado em texto que poderia ser transformado em 0s e 1s, as oportunidades para desenvolver novas formas de criação, produção e distribuição de conteúdo eram consideráveis. A indústria editorial de livros estava se preparando para uma ou duas décadas de interferência digital que poderiam ser tão radicais quanto as que transformavam outros setores de mídia e indústrias criativas.

Foi neste contexto que comecei a trabalhar na revolução digital na indústria editorial de livros. Eu já havia analisado as estruturas da publicação comercial anglo-americana e sua transformação nos cinquenta anos entre 1960 e 2010 (Thompson, 2012), e queria me concentrar mais claramente no impacto da revolução digital neste setor. No meu trabalho anterior, dediquei muita atenção ao impacto da revolução digital na publicação – essa foi uma questão fundamental na indústria editorial a partir de meados da década de 1990, por isso nenhum estudo sério desse setor poderia ignorá-la. Compreender o impacto da revolução digital na indústria editorial, no entanto, não foi minha principal preocupação no

estudo anterior, no qual me concentrei em entender as principais características estruturais da indústria da publicação comercial anglo-americana e analisar a dinâmica que moldou a evolução desse campo ao longo do tempo. Um pressuposto fundamental da abordagem da teoria dos campos para as indústrias de mídia, que desenvolvi em meu trabalho inspirado nas ideias de Bourdieu, é que todas as organizações de mídia – incluindo as editoriais – estão inseridas em contextos sociais específicos ou campos estruturados de maneiras específicas, incluindo a distribuição de diferentes tipos de recursos ou formas de capital, que indivíduos e organizações acumulam e utilizam na busca de seus interesses e objetivos². Ao estudarmos a inovação tecnológica a partir dessa perspectiva, focaremos menos nas tecnologias em si e mais nos contextos sociais em que são desenvolvidas e implementadas, enxergando a inovação tecnológica como ela realmente é – ou seja, um conjunto de atividades realizadas por determinados indivíduos e organizações situados em determinados campos, utilizando os materiais, formas de conhecimento e recursos à sua disposição (econômicos, técnicos e sociais) para atingir determinados fins. Em outras palavras, veremos a inovação tecnológica como algo inevitavelmente ligado às realidades da motivação humana e das relações sociais, com interesses, recursos e poder. A inovação tecnológica nunca acontece no vácuo: ela está sempre inserida na realidade confusa da vida social.

² Consulte Bourdieu (1993a, 1993b, 1996) para uma explicação de como adapto a teoria dos campos de Bourdieu para a análise da indústria editorial de livros, consulte Thompson (2005).

Embora a teoria dos campos seja uma ferramenta útil para refletir sobre a organização social dos contextos em que a inovação tecnológica ocorre, eu estava ciente de que precisava ir além da teoria dos campos desenvolvida por Bourdieu para abordar a natureza e a dinâmica da inovação tecnológica em um setor como o editorial – e precisei fazê-lo por vários motivos. Em primeiro lugar, a tecnologia nunca ocupou um lugar de destaque no trabalho de Bourdieu. Embora ele escrevesse com perspicácia sobre literatura, jornalismo e televisão, nunca deu muita atenção aos meios específicos pelos quais essas formas culturais eram incorporadas e transmitidas. Eu precisava inserir a questão da tecnologia na teoria dos campos e analisar detalhadamente o que a inovação tecnológica representa na prática, como ela possibilita diferentes formas de prática em campos específicos, como ela impulsiona as práticas tanto dos participantes estabelecidos quanto dos novos, e como ela altera a própria natureza e os limites do campo, em alguns casos, reduzindo as barreiras à entrada e permitindo que recém-chegados entrem em um campo que havia sido amplamente fechado a pessoas de fora. Também precisava manter em aberto a possibilidade de que a inovação tecnológica possa facilitar o surgimento de novos campos ou subcampos que desenvolveriam seus próprios códigos e convenções e suas próprias economias culturais, em alguns casos, sobrepondo-se a campos há muito estabelecidos e,

em outros casos, desmembrando-se deles para formar seus próprios espaços semiautônomos.

Mas não eram apenas as tecnologias que precisavam ser integradas à teoria dos campos: também precisamos inserir as organizações no centro da teoria de campos e analisar suas trajetórias ao longo do tempo – isto é, desenvolver uma análise longitudinal das organizações e das mudanças organizacionais relacionadas à tecnologia, para que possamos pintar um retrato dinâmico de campos em movimento, campos em que as organizações estão em constante evolução, tentando lidar com as interrupções e a incerteza causadas pela inovação tecnológica. A análise dessas questões ao longo do tempo é crucial, uma vez que a inovação tecnológica nunca acontece instantaneamente: é frequentemente um processo longo e demorado, um processo de experimentação, de tentativa e erro, no qual indivíduos, geralmente trabalhando em equipes ou em colaboração com outros, tentam descobrir o que vai “funcionar” e o que não vai. Eles podem ter uma ótima ideia, mas fazê-la funcionar na prática, muitas vezes, depende de sua capacidade de desenvolver uma organização, como uma empresa, que possa levá-la adiante – e, para fazer isso, eles dependerão da sua capacidade de arrecadar recursos suficientes para empregar pessoal, adquirir instalações e realizar outras atividades típicas das organizações. Assim como as tecnologias, as organizações que as impulsionam também evoluem, e o grau em que essas tecnologias se tornam características estáveis e contínuas em nossas vidas pode estar sujeito à capacidade dessas organizações de sobreviver e prosperar. Portanto, compreender o destino da inovação tecnológica é fundamental para a compreensão das trajetórias das organizações que a sustentam.

Por fim, também precisamos garantir que nossas análises da inovação tecnológica se concentrem não apenas em campos, tecnologias e organizações, mas também sejam povoadas por seres humanos reais, de carne e osso – ou seja, precisamos reinserir as pessoas na história, ou melhor, garantir que as pessoas e suas ideias estejam presentes desde o início e constituam uma parte essencial da narrativa. Em alguns trabalhos acadêmicos sobre tecnologia, percebe-se uma tendência de concentração em processos e artefatos, como se estes, por si só, fossem suficientes para impulsionar a inovação e a mudança. No entanto, a inovação tecnológica está intrinsecamente ligada às pessoas e às suas ideias, motivações, ambições e desejos: elas não podem ser extraídas da história nem incluídas nela posteriormente, como se fossem um acessório incidental. Os objetivos e ambições delas precisam estar presentes desde o início. É claro que os indivíduos não agem no vazio: eles estão sempre situados em contextos específicos em que algumas coisas são possíveis e outras não, suas percepções e ambições são moldadas por suas trajetórias pessoais através do espaço social, e mesmo os

mais determinados falharão se não tiverem acesso a oportunidades justas. Mas, como costuma ser o caso, a história da inovação tecnológica é construída tanto por pessoas quanto por processos, por indivíduos e também por organizações, tecnologias e os contextos em que estão inseridos. Deixar as pessoas fora dessa narrativa seria tão parcial e unilateral quanto recontar essa história focando apenas nas tecnologias. Campos, tecnologias, organizações, indivíduos: estes são os componentes-chave da abordagem teórica que desenvolvi na tentativa de compreender a mudança tecnológica na indústria editorial de livros, atribuindo o valor devido a cada componente e não privilegiando nenhum.

Além de estudar o impacto das tecnologias digitais sobre as organizações já consideradas atores estabelecidos no campo da publicação comercial anglo-americana, eu queria estudar as maneiras pelas quais os novos atores estavam usando as tecnologias digitais para desenvolver novas formas de criar, produzir, comercializar e distribuir livros e outros tipos de leitura e escrita de formato longo, tanto dentro do campo da publicação comercial quanto em campos adjacentes (ou completamente não relacionados). Eu estava plenamente ciente de que, às vezes, a barreira mais radical em uma indústria estabelecida não vem dos atores incumbentes, que podem ter interesse em manter as estruturas existentes que os beneficiaram, mas sim de startups que não tinham nenhuma presença anterior no campo³. Por isso, comecei a estudar uma variedade de startups que procuravam utilizar tecnologias digitais para inovar na indústria da publicação comercial anglo-americana. Em alguns casos, essas startups procuravam desenvolver novos produtos, como novos tipos de livros e outras formas e formatos de textos que pudessem ser lidos em diferentes mídias e em vários dispositivos; em outros casos, as startups procuravam desenvolver novos serviços para autores ou leitores ou outros intervenientes estabelecidos na área, com vista a capacitá-los a fazer o que queriam – fosse escrever, ler ou adquirir livros, ou fazer outra coisa com os livros – de maneiras novas e possivelmente melhores ou mais eficientes. O grande número de startups de tecnologia que surgiram dentro e em torno do campo editorial e a variedade de produtos e serviços que ofereciam eram impressionantes. Muitas destas startups estavam sediadas no Vale do Silício e na área metropolitana de São Francisco, mas outras estavam instaladas em outros locais, como Nova Iorque, Boston, Filadélfia, Toronto e Londres⁴.

Quando trabalhamos em startups de tecnologia, rapidamente percebemos que um fator crucial para determinar se uma startup terá sucesso e será capaz de se sustentar ao longo do tempo é o dinheiro – isto é, a natureza e a quantidade de um recurso específico, o capital financeiro, que ela tem à sua disposição. Também descobrimos rapidamente que a trajetória de uma startup

³ Um ponto bem abordado por Christensen (1997).

⁴ Realizei esta pesquisa ao longo de um período de seis anos, entre 2013 e 2019, período durante o qual conduzi cerca de 180 entrevistas com CEOs, empreendedores e outros, tanto em editoras tradicionais quanto em diversas startups de tecnologia; a pesquisa foi financiada por meio de uma bolsa da Fundação Andrew W. Mellon. Alguns resultados dessa pesquisa são apresentados em Thompson (2021). Este artigo se baseia nessa investigação, mas a questão do financiamento de capital de risco para startups de tecnologia e suas consequências não é abordada em *Book Wars*.

e as questões que ela prioriza no desenvolvimento de sua estratégia de negócios são fortemente moldadas pela natureza do financiamento do qual ela depende para atender às suas necessidades comerciais diárias. Assim como outras startups, as startups de tecnologia que surgiram no setor editorial ou em torno dele foram financiadas de diversas formas – algumas conseguiram financiamento de “investidores anjo”, outras dependiam de poupanças pessoais ou de fundos fornecidos por familiares ou amigos. Mas o capital de risco também desempenhou um papel importante. A disponibilidade de financiamento de capital de risco foi frequentemente crucial para determinar a capacidade de muitas dessas startups de iniciar suas operações e, também, para moldar suas trajetórias de desenvolvimento ao longo do tempo.

Três aspectos sobre o financiamento de startups de tecnologia relacionadas ao setor editorial foram particularmente surpreendentes. Em primeiro lugar, em muitos casos, os fundadores/CEOs dessas startups decidiram angariar financiamento junto a capitalistas de risco em uma fase inicial do processo de desenvolvimento: como disse um fundador/CEO, eles fizeram “a peregrinação a *Sand Hill Road*”. A escolha dessa terminologia foi precisa: essa era uma parte zelosa e quase obrigatória do lançamento de uma startup de tecnologia em São Francisco e no Vale do Silício, e todos os empreendedores (que, em minha amostra específica, eram em sua maioria jovens brancos recém-saídos da faculdade) sabiam que, em algum momento, teriam que fazer a jornada até *Menlo Park* e apresentar suas ideias a uma ou mais empresas de capital de risco em *Sand Hill Road*. Eles eram como suplicantes em busca de financiamento e, de alguma forma, precisavam descobrir como maximizar suas chances de desbloquear alguns recursos dos guardiões do capital. Alguns teriam sucesso, outros fracassariam – “Fomos rejeitados 168 vezes”, disse um cofundador. O sucesso na peregrinação a *Sand Hill Road* estava longe de ser garantido. Mas por que alguns desses empreendedores tiveram sucesso enquanto outros não? Por que alguns obtiveram sucesso imediato e outros tentaram repetidamente sem conseguir angariar quaisquer fundos?

A segunda coisa surpreendente sobre essas startups de tecnologia financiadas por capital de risco foi que, como empresas, elas operavam de uma maneira muito diferente de uma editora tradicional, fossem grandes nomes como a Penguin Random House ou pequenas empresas independentes como a Akashic Books e a Casa Melville. As editoras, sejam grandes ou pequenas, normalmente buscam gerar receita suficiente por meio da venda de livros e outras fontes de renda para cobrir seus custos e, com sorte, produzir um pequeno excedente ou lucro – em outras palavras, eles operam de acordo com um cálculo de lucros e perdas bastante padrão e têm como objetivo garantir a geração de receita

D

A Peregrinação a *Sand Hill Road*

suficiente para cumprir suas obrigações e evitar ficar sem dinheiro. Muitas das startups de tecnologia, por outro lado, não estavam realmente preocupadas em gerar receitas e ser lucrativas como negócios. Elas estavam focadas em algo completamente diferente: crescimento. Embora não estivessem completamente alheias às questões de geração de receita e rentabilidade, essas não eram suas principais preocupações. Ficava claro que elas estavam em uma trajetória empresarial radicalmente diferente daquela das editoras com quem colaboravam e, por vezes, competiam: operavam no mesmo setor ou segmento, mas jogavam com regras muito diferentes. Quais são as regras de acordo com as quais essas startups estão jogando? Por que seus objetivos de negócios são tão diferentes das preocupações das editoras tradicionais? E o que elas procuram alcançar se não pretendem se tornar empresas viáveis e lucrativas?

A terceira coisa surpreendente foi que as trajetórias destas startups variaram enormemente e o seu destino estava muitas vezes intimamente ligado à sua dependência, e à extensão dessa dependência, do financiamento de capital de risco. Isso foi ilustrado de forma clara pelas diferentes trajetórias de duas startups de tecnologia relacionadas ao setor editorial que competiam diretamente entre si: a Oyster e a Scribd. Ambas lançaram seus serviços de assinatura de e-books quase simultaneamente, entre setembro e novembro de 2013, uma em Nova York (Oyster) e outra em San Francisco (Scribd). Ambas conseguiram levantar um financiamento substancial de capital de risco junto a grandes empresas de investimento. A maioria dos observadores concordava que a Oyster tinha uma plataforma e interface de usuário melhores – eles investiram muito nisso, e se tratava de uma oferta muito elegante e atraente. Esses serviços de assinatura competiam diretamente e, do ponto de vista do usuário, parecia que a Oyster levava vantagem. Então, de repente, apenas dois anos após o lançamento, a Oyster faliu, enquanto o Scribd sobreviveu e continuou a crescer. Por que esses resultados tão diferentes em uma disputa que a Oyster parecia destinada a vencer?

Foi, em parte, para esclarecer essas e outras questões que decidi observar não apenas as próprias startups de tecnologia, mas também os capitalistas de risco que as financiaram. Como exatamente aqueles que controlam o acesso ao capital de risco decidem em quais startups investir e quanto investir? Quais critérios utilizam para tomar suas decisões e como suas prioridades como investidores moldam as prioridades e trajetórias das startups nas quais investem? Por que alguns empreendedores encontram portas abertas para recebê-los em *Sand Hill Road*, enquanto, para outros, essas mesmas portas estão firmemente fechadas? E, se os capitalistas de risco decidem encerrar uma startup na qual já investiram fundos, por que fazem isso? Por que eles estão dispostos a apoiar algumas startups em uma rodada de financiamento das Séries B ou C, enquanto

outras startups com ofertas aparentemente semelhantes não conseguem obter apoio? Ao investigar mais profundamente os interesses, prioridades e objetivos dos capitalistas de risco que controlam o acesso ao capital, talvez possamos esclarecer alguns aspectos do comportamento e das trajetórias das startups de tecnologia que são intrigantes ou difíceis de compreender.

Graças ao excelente trabalho de Tom Nicholas (2019), temos acesso à história da ascensão do capital de risco nos Estados Unidos, desde suas origens no século XIX na indústria baleeira da Nova Inglaterra até seu florescimento no final do século XX no Vale do Silício. De acordo com Nicholas, o que distingue o capital de risco como modo de financiamento é seu caráter de alto risco: é um negócio de “sucessos”, onde os retornos excepcionais de um pequeno número de investimentos altamente bem-sucedidos compensam a grande maioria dos investimentos que geram pouco retorno ou simplesmente fracassam. Essa distribuição de retornos em “cauda longa” tende a seguir a curva da lei de potência, onde uma pequena porcentagem dos investimentos representa uma grande porcentagem dos lucros. O modelo de investimento de cauda longa com capital de risco provou-se particularmente adequado ao mundo das startups de alta tecnologia que começaram a se instalar no Vale do Silício nas décadas de 1970 e 1980, facilitado pela combinação única de instituições educacionais de alta qualidade, empresas locais de alta tecnologia, uma força de trabalho altamente qualificada e décadas de investimento governamental em tecnologias de base militar⁵. Os capitalistas de risco migraram para o Vale do Silício para estarem perto das startups que iriam financiar e *Sand Hill Road*, em *Menlo Park*, logo se tornou o agrupamento mais significativo de empresas de capital de risco em qualquer lugar do mundo (Nicholas, 2019, p. 212).

⁵Sobre as condições que facilitaram a ascensão do Vale do Silício, veja Saxenian (1994), Kenney (2000) e Lécuyer (2006).

Embora o trabalho de Nicholas nos proporcione uma excelente visão da história da indústria de capital de risco e de como ela se entrelaçou com o mundo de alta tecnologia do Vale do Silício, ele não nos fornece uma análise detalhada das práticas de trabalho dos capitalistas de risco no Vale do Silício hoje, como eles fazem o que fazem no dia a dia e como decidem quais startups de tecnologia apoiar e quais rejeitar. Quais são os critérios que eles utilizam para avaliar as startups propostas, e como decidem se devem financiá-las? Como um capitalista de risco vê o mundo, e quais princípios práticos ou regras gerais (sendo que a maioria deles são homens) ele usa para decidir se deve ou não investir em uma startup? Se víssemos o mundo do ponto de vista de um capitalista de risco, isso nos ajudaria a responder algumas das questões levantadas anteriormente sobre startups de tecnologia financiadas dessa maneira? Isso nos ajudaria a entender por que alguns empreendedores são bem-sucedidos em sua peregrinação a *Sand Hill Road*, enquanto outros retornam de mãos vazias?

O MUNDO SOB A PERSPECTIVA DE TOM

Tom é um capitalista de risco bem estabelecido e conhecido no Vale do Silício, especializado em financiar startups de tecnologia (“Tom” é um pseudônimo). Fui apresentado a ele pelo CEO de uma das empresas em que eu estava trabalhando: como ele havia financiado a empresa, eu sabia que ele estava familiarizado com startups relacionadas ao setor editorial, mas seu portfólio incluía muitas empresas de tecnologia que não tinham nada a ver com publicação. Tom atua no Vale do Silício desde o início dos anos 1980, quando a maior parte da paisagem local era composta por pomares e laranjais. Ele conseguiu um emprego em uma startup como designer de chips semicondutores e, a partir de 1991, começou a trabalhar como capitalista de risco. Atualmente, ele é sócio de uma das grandes empresas de capital de risco em *Menlo Park* e também investe seus próprios (nada modestos) fundos pessoais. Além de investir, ele fundou várias empresas de tecnologia próprias e ganhou muito dinheiro quando foram vendidas ou abriram capital na bolsa de valores. Sua perspectiva é, sem dúvida, única, refletindo (como qualquer ponto de vista) a especificidade de sua própria experiência de vida e carreira, mas não há razão para pensar que seja atípica. Tom já trabalhava no Vale do Silício por trinta e cinco anos e estava no coração do mundo do capital de risco por vinte e cinco quando o entrevistei em março de 2016, e, embora algumas de suas opiniões possam ser idiossincráticas, muitas de suas ideias sobre estratégia e prática de investimento são compartilhadas por outros capitalistas de risco do Vale do Silício⁶.

⁶ Os elementos básicos da perspectiva de Tom também estão refletidos no guia prático de Scott Kupor para empreendedores sobre como obter capital de risco, *Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It* (2019), esp. cap. 2. Scott Kupor é sócio da Andreessen Horowitz, uma empresa de capital de risco.

Na visão de Tom, a indústria de tecnologia do Vale do Silício passou por cinco ondas – Tom costumava surfar quando jovem, e sua visão de mundo (e, em particular, do mundo da alta tecnologia) é moldada por metáforas de surfe. A primeira onda foram os chips de silício (ponto de partida para Tom); a segunda foram os componentes – ou seja, hardware: switches, roteadores, hubs, equipamentos de comunicação; a terceira onda foram as redes – a capacidade de conectar esses componentes à internet; a quarta foram as interfaces de usuário (Facebook, Twitter, YouTube, Uber, etc.); e a quinta onda, a que estamos “surfando” neste momento, é a de dados e ciência de dados. A próxima onda, a sexta, será, na visão de Tom, uma continuação e desenvolvimento da quinta: a ciência de dados aplicada. Tom busca oportunidades de investimento como um surfista procura ondas: “Eu trabalho procurando ondas e, quando acredito que uma onda é viável, começo a buscar pessoas ou empresas que eu acho que poderiam ter sucesso surfando essa onda”.

Além da metáfora da onda, que fornece a Tom uma estrutura teórica para sua estratégia de investimento, dois outros fatores também são fundamentais na definição de suas decisões de investimento. Um deles é o *timing* – isso é crucial.

Estar no lugar certo na hora certa. Ele se tornou especialmente importante a partir da terceira onda, devido aos efeitos de rede. As redes adquirem uma escala e uma aderência que são difíceis de substituir, independentemente da quantidade de capital investido em um concorrente. Graças aos efeitos de rede, este é um mercado onde o vencedor leva tudo, e se o *timing* estiver errado – se entrarmos muito cedo ou muito tarde –, assim como um surfista que perde uma grande onda, provavelmente será muito difícil alcançar a escala e a aderência necessárias para alcançarmos o sucesso.

O segundo fator é a equipe – novamente, isso é crucial. Quem são eles? Eles têm o que é preciso para transformar essa ideia em um sucesso? Qual foi o desempenho acadêmico deles na escola e na faculdade? O que eles fizeram depois de se formarem na faculdade? Tom tem uma visão clara e profunda sobre isso: algumas pessoas são vencedoras e outras não, e parte do trabalho é escolher os vencedores e garantir que a equipe, o *timing* e a onda trabalhem em sintonia. Foi assim que ele resumiu esse conceito:

As pessoas não mudam, e certas pessoas são vencedoras. Precisamos identificar quem são esses vencedores – não necessariamente de forma independente da área, porque é preciso combinar um vencedor com uma onda onde há espaço para crescimento. Se pegarmos um vencedor e o colocarmos em um mercado ruim, teremos uma ótima empresa trabalhando em um mercado ruim, e isso não vai funcionar. Por outro lado, se conseguirmos uma onda favorável e tivermos um bom surfista, vamos crescer pelo menos tão rápido quanto a onda. Então, precisamos pegar uma onda que esteja se movendo, ter um bom surfista e não gastar demais nem nos esgotarmos. Evite atrasos e gastos excessivos. Se cada fator estiver certo, se sentirmos o *timing* e nos prepararmos, tudo o que é preciso é uma remada e tudo sai como o esperado.

Onda, *timing* e equipe: esses são os três elementos-chave por meio dos quais Tom decide se deve investir capital em uma startup.

Mas Tom não está apenas decidindo se deve apoiar uma startup desde o início: às vezes, ele avalia se deve financiar uma startup que já está em andamento e precisa de mais capital, talvez para refinanciá-la em uma rodada de financiamento Série B ou C. O que ele busca nesse caso? Os mesmos três elementos se aplicam neste caso, mas agora um outro elemento crucial entra em jogo: tração. O desafio agora, do ponto de vista do capitalista de risco, é descobrir se, dentro do seu setor, a empresa pode ser aquela que conquista os efeitos de rede e, idealmente, se torna a vencedora nessa categoria. Aqui, é vital garantir que a

escolha da categoria foi a melhor possível: a empresa não precisa competir com Facebook ou Twitter se estiver em uma categoria diferente. Então, como escolher o vencedor em uma categoria? “Evidência de tração”, disse Tom. Por “tração” ele se refere a crescimento mais engajamento: Quão rapidamente uma plataforma, seja qual for seu negócio, está adicionando novos usuários? A retenção desses usuários é boa ou eles não passam da fase de testes? Alta taxa de crescimento, alto engajamento – esses são os fatores-chave.

Importa se a empresa está gerando receita ou é lucrativa, ou seja, esse é um fator relevante ou importante? “É melhor se estiverem, mas não em detrimento de aumentar sua base de usuários ao máximo,” disse Tom. Gerar receita é importante, mas não no início. Se estamos convencidos de que a categoria terá valor e se assumirmos que o maior *player* da categoria terá um valor exponencialmente maior do que o segundo colocado, então sempre vale a pena nos tornarmos o maior *player* no setor. Portanto, se for preciso adiar a geração de receita para adquirir usuários e chegar ao ponto de nos tornarmos o maior *player* no espaço, esse é o caminho a ser seguido.

Se conseguirmos sobreviver ao período inicial de financiamento e adquirir clientes suficientes e fiéis para nos tornarmos o *player* dominante no setor, poderemos descobrir como monetizar mais tarde. Isso é o que Marc Andreessen, cofundador da Netscape, guru do Vale do Silício e cofundador da influente firma de capital de risco Andreessen Horowitz, chamou de “lição da Microsoft”: “Uma das lições fundamentais é que participação de mercado no presente equivale a receita no futuro e, se você não tem participação de mercado agora, não terá receita mais tarde. Outra lição fundamental é que quem obtém volume vence no final. Vence. Pura e simplesmente”⁷.

⁷ Marc Andreessen, citado em Reid (1997, p. 31).

Embora expandir a base de usuários o mais rápido possível seja crucial, há uma qualificação importante aqui, explicou Tom: também precisamos garantir que o valor vitalício de um cliente seja muito maior do que o custo para adquiri-lo – muitas vezes maior do que o investimento para conquistar o cliente. Se o custo de adquirir e entregar um serviço para um cliente for tão alto em relação a qualquer valor vitalício concebível desse cliente, teríamos um negócio com margem bruta negativa: custaria mais para entregar seu serviço do que jamais poderíamos receber por cliente. Então, isso dá a Tom um conjunto bastante direto de critérios para decidir se deve apoiar uma startup que precisa de mais capital: primeiro, estamos falando de um grande mercado? A categoria tem valor? Segundo, esse *player* pode se tornar o mais dominante nesse setor? Qual é a evidência de tração? Os dados mostram alta taxa de crescimento e alto engajamento ou fidelidade? Terceiro, o valor vitalício do cliente é muito maior do que o custo de adquirir o cliente e entregar o serviço? É muitas vezes maior?

Então, apesar da complexidade dos diferentes projetos que Tom se vê avaliando e da grande variedade de projetos, a fórmula que ele utiliza é surpreendentemente simples: onda, *timing*, equipe: WTT (do inglês, Wave-Timing-Team). Quando se trata de decidir se vale a pena investir mais dinheiro em uma startup que já está em andamento, ele acrescenta um quarto elemento à sua fórmula: onda, *timing*, equipe, tração, simplificada como W3T (do inglês, Wave-Timing-Team-Traction), com a qualificação importante de que o crescimento deve ser tal que o valor vitalício do cliente seja muito maior do que o custo de adquiri-lo (chamaremos isso de tração+). Consequentemente, a fórmula para determinarmos se devemos investir mais dinheiro em uma startup é W3T+. É claro que, em qualquer situação específica, a decisão raramente é simples e há muito espaço para diferentes avaliações em casos particulares – é fácil cometer erros e o simples fato de que a maioria dos investimentos não dá certo é uma prova da incerteza intrínseca das decisões de investimento desse tipo. Ainda assim, os critérios de avaliação são notavelmente simples e diretos.

Então, qual é o objetivo final ao investir em uma startup? Como capitalista de risco, o que Tom está tentando alcançar? Ganhar dinheiro, é claro! Mas como fazer isso? Essencialmente, um capitalista de risco ganha dinheiro para si e outros sócios limitados que investem em um fundo ao sair do investimento em termos que garantam um múltiplo sobre o investimento, e quanto maior o múltiplo, melhor a saída. Basicamente, existem duas estratégias de saída desejáveis do ponto de vista de um capitalista de risco: vender a empresa para outra companhia ou abrir o capital com uma oferta pública inicial (IPO). “Não há um plano tático de execução”, explicou Tom, “mas ninguém investiria em um negócio se não achasse que poderia se tornar grande o suficiente para abrir o capital ou valioso o suficiente para ser adquirido”. Então, ao fazer um investimento, temos um mapa do mercado e estamos pensando sobre quais *players* (Google ou Amazon ou Facebook, por exemplo) podem querer ingressar nesse setor, mas ainda não ingressaram. Estamos pensando, que se essa startup conseguir resultados rápido o suficiente, talvez ela seja adquirida para preencher essa lacuna.

Mas, vender a empresa ou abrir o capital são as únicas estratégias de saída viáveis do ponto de vista do capitalista de risco? E quanto a simplesmente ajudar a startup a se estabilizar, tornar-se um negócio viável, crescer modestamente e se tornar lucrativa? Esse poderia ser um bom resultado? “Na verdade, não”, disse Tom. “Os funcionários também não querem isso. Eles não querem ficar por aí sendo assalariados a vida toda, lutando. Todos vão querer liquidez, e eles podem continuar recebendo seus salários e ter liquidez ao mesmo tempo. Se alguém adquirir a empresa, eles ainda receberão um salário, mas todos receberão um valor significativo para comprar suas casas ou o que quiserem”. A ideia de

D

A Peregrinação a *Sand Hill Road*

financiar uma startup para que ela se torne uma empresa independente e autosustentável sem ser adquirida ou abrir o capital não faz parte da mentalidade dos capitalistas de risco. Esse não é o tipo de resultado que qualquer capitalista de risco almejaria como objetivo. A ironia é que uma empresa precisa ter essa possibilidade para proporcionar uma saída bem-sucedida. “As melhores saídas ocorrem quando temos uma empresa que pode se sustentar sozinha, continuar crescendo e se tornar grande”, continuou Tom. Uma empresa será mais atraente como aquisição ou IPO se for vista como um negócio com potencial para se sustentar sozinho, mesmo que não consiga isso imediatamente. Isso é relevante, mas não como um fim em si mesmo. É algo importante porque permitirá que os capitalistas de risco saiam nas condições mais favoráveis.

Assim, o capitalista de risco investe com o objetivo de sair e multiplicar seu investimento. O múltiplo que o capitalista de risco pode esperar depende do estágio em que o investimento é feito, mas, se estamos investindo em um estágio inicial, como Tom costuma fazer, deveríamos estar buscando um múltiplo de pelo menos dez vezes esse investimento. O capital de risco sempre foi um negócio de acertos, onde retornos excepcionalmente altos de um pequeno número de investimentos compensam a maioria que fracassa, mas as probabilidades para os investimentos no Vale do Silício mudaram ao longo do tempo. Tom explicou da seguinte forma:

Quando entrei no negócio de capital de risco, a regra geral era que, se você fosse bom e fizesse dez investimentos de um milhão de dólares cada, poderia esperar que pelo menos dois deles fossem a zero, onde você perderia 100% do seu dinheiro. Você poderia esperar que seis deles se tornassem empresas “zumbis” (empresas ativas que não chegam a fechar, mas também nunca se tornam líquidas). E poderia esperar que dois rendessem dez vezes o valor do seu dinheiro. Então, segundo essa métrica, você investiria 10 milhões e ganharia 20, perderia dois com certeza e, o restante, você não teria como saber. Assim, talvez você conseguisse um retorno de 23, 24 milhões a cada 10 investidos, se tivesse sorte. Era assim no começo. O que aconteceu com os efeitos de rede é que, agora, se você fizer vinte ou mais investimentos e tiver muita sorte, um deles se tornará um Uber, Facebook ou algo parecido, com um retorno de cem ou mil vezes o valor do seu investimento, mas todo o restante dará em nada.

Assim, a regra de 80/20, típica de quando Tom começou como capitalista de risco no início dos anos 1990 (na qual 80% dos seus investimentos fracassavam e 20% rendiam dez vezes o valor investido), evoluiu para algo mais parecido com uma regra de 90/10 ou 95/5, ou até mesmo algo mais próximo

de 99/1, onde 90% ou mais dos investimentos fracassam (ou sobrevivem como empresas zumbis), mas o pequeno número que consegue sucesso rende múltiplos muito superiores a dez vezes. A cauda ficou mais longa. O fracasso é a norma – agora, mais do que nunca. Embora gostemos de focar nos sucessos, como Facebook, Twitter e Uber, a grande maioria das startups fracassa. “Você falha 90, talvez 99 por cento das vezes”, disse Tom. Ele tenta preparar seus empreendedores para a possibilidade, na verdade, a probabilidade, de fracasso. “Eu digo aos meus empreendedores que, se você vai falhar, deve falhar de forma espetacular. Você não quer ser apenas um fracasso que desaparece no desconhecido, onde ninguém sabe que você existe e ninguém sabe que você falhou. Se for para cair, caia em grande estilo. Você quer cair fazendo algo visionário e impactante. Se não funcionou, que seja, mas você tentou fazer algo fenomenal e sempre poderá se reerguer depois disso. As pessoas sempre dirão: “Sabe de uma coisa, eu me lembro desse cara. Ele estava tentando fazer algo que importava”.

SUPPLICANTES NA SAND HILL ROAD

Se olharmos o mundo a partir da perspectiva de Tom, não é surpreendente que algumas startups no setor editorial, ou em torno desse campo, tenham descoberto que suas tentativas de levantar financiamento de capital de risco no Vale do Silício resultaram em nada. Apresentar propostas para captação de recursos é um tipo particular de ritual social e ato de fala performativo que exige a capacidade de contar uma boa história que ressoe com as prioridades, preconceitos e preocupações dos guardiões do capital. Aqueles que estão apresentando propostas para captação de recursos são como suplicantes na corte do capital, e precisam ser capazes de contar uma história sobre si mesmos e sua empresa, sobre suas habilidades e objetivos, que convença aqueles que controlam os recursos a apoiá-los. Um capitalista de risco como Tom é abordado todos os dias com várias novas propostas, ele é bem conectado, e muitas pessoas o recomendam para empreendedores que buscam fundos; ele precisa decidir diariamente com quais propostas seguir adiante e quais deixar passar. Como ele faz isso? Na prática, ele usa os critérios embutidos em sua fórmula (WTT) para decidir se vale a pena levar uma proposta adiante. Somente se a proposta se alinhar com sua visão de mundo, sua maneira de pensar sobre o que é provável que tenha sucesso no estágio atual de desenvolvimento tecnológico e o que não é, ele considerará a proposta cuidadosamente. Nesse caso, “sucesso” significa ter alguma chance, por mais remota que seja, de se tornar uma daquelas empresas que terão uma saída com um retorno de dez vezes ou

mais. Se ele não conseguir ver nenhuma maneira de a proposta se alinhar com essas condições, ele a rejeitará.

Sob o ponto de vista de Tom, não é surpreendente que os fundadores da Inkshares tenham sido mal sucedidos em suas tentativas de levantar financiamento de capital de risco. A Inkshares é uma startup relacionada ao setor editorial, sediada em Oakland, do outro lado da baía de São Francisco, nos Estados Unidos. Ela começou como uma boa ideia, concebida por Thad Woodman, um jovem e inteligente formado em filosofia pelo Reed College, como uma empresa de publicação inovadora que se basearia em princípios de *crowdfunding*. Ela usaria uma plataforma de *crowdfunding* para levantar o capital necessário para financiar projetos de livros e, em seguida, forneceria os serviços de produção e distribuição de livros para que as obras financiadas fossem produzidas e distribuídas por meio da cadeia tradicional de abastecimento de livros. Ao usar uma plataforma de *crowdfunding*, a empresa poderia contornar os *gatekeepers* tradicionais da indústria editorial, como agentes e editores, e colocar a decisão sobre quais livros publicar nas mãos dos leitores – o público. Mas, ao contrário das plataformas de *crowdfunding* existentes como Indiegogo e Kickstarter, ela também forneceria a infraestrutura de publicação que a maioria dos autores precisa para que um livro seja produzido e distribuído. Era uma ideia inteligente: certamente, a empresa poderia levantar algum financiamento de capital de risco para colocar esse projeto inovador em funcionamento. Thad se mudou para São Francisco com outro cofundador, Larry Levitsky, para dar início ao negócio, e eles começaram a apresentar sua ideia aos capitalistas de risco.

Eles não chegaram a lugar nenhum. Eles fizeram a peregrinação a *Sand Hill Road* várias vezes e, em todas elas, bateram de frente com uma parede. “Foi brutal”, lembrou Jeremy, outro membro da equipe que havia se juntado à empresa como Diretor de tecnologia. “A ideia de publicar livros, e fazê-lo com cópias físicas de livros, era execrável de acordo com a tese dos capitalistas de risco do Vale do Silício.” O colega de Jeremy explicou: “Ninguém no Vale do Silício acredita em livros. Para eles, parecia algo super antiquado e, simplesmente... sem atrativos. Eles nos disseram algo como: “E se vocês fizessem isso sem usar livros?”. E nós pensamos, então o que estaríamos fazendo?” A resposta deles foi: “Apenas o *front end*”. Era como estar em um show. Você ficava sentado lá pensando: “O que diabos eles acabaram de nos dizer?”

Os diretores da Inkshares e os capitalistas de risco de *Sand Hill Road* enxergavam o mundo de pontos de vista muito diferentes, e seus encontros eram ocasiões em que as duas partes falavam sem se entender, como uma dança em que os movimentos dos dançarinos estavam completamente fora de sincronia. Embora as respostas dos capitalistas de risco no Vale do Silício parecessem

ridículas para Jeremy e seus colegas, elas não eram irracionais: estavam apenas enraizadas em um tipo diferente de racionalidade que fazia parte de uma visão de mundo e de um conjunto de crenças que Jeremy e seus colegas nem compartilhavam nem compreendiam. Para os capitalistas de risco que estavam procurando obter pelo menos dez vezes seu investimento inicial, a publicação de livros era desinteressante. A ideia de uma plataforma de *crowdfunding* para livros despertou sua curiosidade, mas, assim que perceberam que os livros seriam objetos físicos que teriam que ser produzidos, armazenados em depósitos e distribuídos por veículos através do país, seu interesse rapidamente desapareceu. O “*front end*” era atraente, mas não o “*back end*”. A indústria editorial é pequena, não é conectada e sem atritos, além de ser difícil de expandir. “Não há como essa indústria crescer dez vezes nos próximos dez anos”, disse Thad, resumindo o que foi dito a eles, de uma forma ou de outra, pelos capitalistas de risco. Tom nem sequer teria arranjado tempo para vê-los e ouvir sua proposta: Tom estava focado na quarta e quinta ondas, e a Inkshares não se encaixava em seu esquema. Outros 168 potenciais investidores concordaram com a visão de Tom de que a Inkshares não valia o investimento (“fomos rejeitados 168 vezes”). Apesar disso, os fundadores da Inkshares conseguiram arrecadar US\$ 350.000 de amigos e mais US\$ 860.000 de uma variedade de investidores-anjo – quantias pequenas para os padrões do Vale do Silício, mas suficientes para colocar sua startup em funcionamento. O fracasso em obter financiamento de capital de risco não foi fatal para a Inkshares. A empresa seguiu em frente sem ele, embora continue sendo um pequeno *player* de nicho no ecossistema editorial, sem o capital necessário para expandir o negócio de maneira significativa. Mas seu fracasso, apesar das repetidas tentativas, destaca o descompasso entre a perspectiva dos capitalistas de risco e a desses empreendedores, e demonstra o quão pouco esses empreendedores entendiam dos interesses e prioridades dos guardiões do capital.

Nem todas as startups relacionadas ao setor editorial tiveram experiências tão ruins ao tentar levantar financiamento de capital de risco. A Wattpad, por exemplo, conseguiu levantar várias rodadas de financiamento de capital de risco, e novamente podemos entender o porquê se olharmos o mundo a partir da perspectiva de Tom. A Wattpad é uma plataforma de mídia social baseada em Toronto, na qual leitores e escritores interagem em torno da atividade compartilhada de escrever e ler histórias. Foi uma ideia concebida por dois engenheiros de software especialistas em comunicação móvel. Eles a conceituaram como um YouTube para contar histórias, que ocorreria em um ambiente móvel, principalmente em telefones celulares. Eles levantaram um pequeno financiamento inicial em 2010, o suficiente para contratar alguns desenvolvedores e dar início ao processo, e

D

A Peregrinação a *Sand Hill Road*

em 2011 estavam prontos para apresentar sua proposta aos capitalistas de risco. Sua proposta era ao mesmo tempo simples e surpreendentemente ambiciosa:

Cerca de 5 bilhões de pessoas no mundo sabem ler e escrever, e mais de 3 bilhões de pessoas com acesso à internet. E ler e escrever estão entre as atividades humanas essenciais – entre elas estão assistir a vídeos, ouvir música, ver fotos e imagens, e também a palavra escrita. Trata-se de um mercado grande, imenso, e ninguém estava construindo redes para esse tipo de mídia. As pessoas dedicam redes para vídeos, como o YouTube, ou para fotos, como o Instagram. Ninguém estava trabalhando com a palavra escrita. Ninguém estava construindo uma rede voltada para a narrativa – nós éramos os únicos, e ainda somos. Por isso, queremos construir a maior rede global para leitura e escrita.

Era uma boa história e os capitalistas de risco a levaram a sério. Eles levantaram US\$ 3,5 milhões da Union Square Ventures em 2011 e mais US\$ 17 milhões da Khosla Ventures e de Jerry Yang, cofundador do Yahoo, no ano seguinte. Esses capitalistas de risco usaram suas próprias métricas, mas a proposta da Wattpad também teria ressoado com muitas das prioridades e preocupações de Tom. Ela, definitivamente, estava surfando a quarta onda: a Wattpad estava construindo uma interface de usuário baseada em rede. Eles identificaram uma categoria subdesenvolvida – escrita e leitura em um ambiente online – e usaram habilmente a experiência do YouTube para apresentar um argumento plausível para o potencial de crescimento. Era uma proposta ambiciosa (“queremos construir a maior rede global para leitura e escrita”) e, quem a ouvisse não veria razão para pensar que ela não poderia ser bem-sucedida. Tratava-se de uma boa equipe com um *background* técnico respeitável. Onda, *timing*, equipe – eles preenchiam todos os requisitos. Além disso, em 2015, a Wattpad havia aumentado sua base de usuários de 3 milhões (onde estava em 2011) para 45 milhões, ou seja, um aumento de quinze vezes em apenas quatro anos. Além de tudo, eles estavam conseguindo uma tração forte, crescendo rapidamente com o alto engajamento dos usuários. Era uma empresa W3T. Em 2014, eles levantaram mais US\$ 46 milhões em uma rodada de financiamento liderada pela OMERS Ventures, e em 2018, arrecadaram mais US\$ 51 milhões da Tencent Holdings e outros investidores. Essa era uma startup financiada por capital de risco em uma trajetória clara de crescimento. Do ponto de vista de Tom, a Wattpad era tudo o que se poderia querer. Portanto, não é surpreendente que, em 2021, a Wattpad tenha sido adquirida pelo conglomerado de internet coreano Naver, proprietário da plataforma de quadrinhos digitais Webtoon, em um acordo avaliado em mais de US\$ 600 milhões. Essa não foi uma saída na escala de um

YouTube ou um Instagram – foi mais como o clássico múltiplo de dez vezes do que um retorno de cem ou mil vezes. Ainda assim, foi uma saída bem-sucedida.

POR QUE A SCRIBD TEVE SUCESSO E A OYSTER FRACASSOU

Ver o mundo a partir da perspectiva de Tom também nos ajuda a entender por que duas startups relacionadas ao setor editorial fundadas quase exatamente ao mesmo tempo e que competiam entre si no mesmo setor tiveram destinos tão diferentes. A Scribd, sediada em São Francisco, e a Oyster, sediada em Nova York, eram ambas serviços de assinatura de e-books que pretendiam fazer pelo mercado editorial o que a Netflix fez pelos filmes e o Spotify fez pela música: oferecer aos assinantes acesso online a um grande volume de conteúdo atraente por uma modesta taxa de assinatura mensal. No entanto, ao contrário de outros serviços de assinatura nas indústrias de mídia, esses serviços de assinatura de e-books foram obrigados a usar um modelo de limite ou de pagamento por uso, no qual pagariam às editoras como se o livro tivesse sido comprado integralmente assim que o usuário ultrapassasse um determinado limiar; isso era fundamentalmente diferente do modelo de licenciamento antecipado usado pela Netflix ou do modelo de *pool* de *royalties* usado pelo Spotify⁸, e colocava os serviços de assinatura de e-books em uma posição muito mais desfavorável. Eles foram obrigados a usar esse modelo porque nenhuma grande editora estava disposta a licenciar seu conteúdo de e-book em quaisquer outros termos e, ao contrário das gravadoras, que haviam experimentado uma forte queda nas receitas no início dos anos 2000, as editoras estavam em uma posição forte para resistir à pressão dos serviços de assinatura de e-books e adotar um modelo diferente. Na prática, a forma como o modelo de limite ou pagamento por uso funcionava era que o provedor de serviços de assinatura pagaria ao editor 80% do preço do livro sempre que 20% do livro fosse lido: assim que o leitor alcançava o ponto de 20%, o pagamento era acionado. O próprio limite era variável, podendo mudar de editora para editora, mas 20% era a norma. Esse modelo fornecia atrativos óbvios para as editoras ao transferir o risco da editora para o provedor de serviços, garantindo que as editoras recebessem como se o livro tivesse sido vendido assim que um usuário lesse 20% da obra. Mas o modelo acarretava grandes riscos para o fornecedor de serviços porque presumia que os assinantes do serviço leriam, em média, poucos livros. Se todos ou a maioria dos assinantes lessem vários livros todos os meses, ou mesmo lessem apenas 20% de vários livros todos os meses, os pagamentos às editoras excederiam em muito as receitas geradas pela taxa de assinatura, que foi inicialmente fixada em US\$ 8,99 por mês para a Scribd e US\$ 9,95 para a Oyster. Em outras palavras,

⁸Sobre os modelos de assinatura usados por outros serviços de streaming, veja Herbert et al. (2019).

era o modelo de academia aplicado aos livros: alguns usuários assíduos vão à academia todos os dias, mas a maioria das pessoas que faz uma assinatura de academia raramente – ou nunca – vai. Ter uma assinatura de academia faz com que elas se sintam bem, mas a verdade é que elas não frequentam a academia com frequência. A viabilidade do modelo depende do fato de que a maioria dos assinantes são usuários infrequentes – frequentadores de academia em espírito, mas não em prática. Se a maioria dos seus assinantes forem fanáticos por manter a forma, você terá grandes problemas.

Tanto a Oyster quanto a Scribd lançaram seus serviços de assinatura de e-books no outono de 2013 (a Oyster em 5 de setembro e a Scribd três semanas depois). Ambas levantaram financiamento de capital de risco de grandes firmas de investimento, incluindo US\$ 14 milhões da Highland Capital Partners no caso da Oyster, e US\$ 9 milhões em uma rodada de financiamento liderada pela Charles River Ventures, seguida por US\$ 13 milhões em uma rodada liderada pela MLC Investments e SVB Capital no caso da Scribd. Oyster e Scribd estavam competindo diretamente na mesma categoria, e sabiam que seria difícil para ambas terem sucesso. Quando me encontrei com Eric Stromberg, o jovem CEO da Oyster, no loft em Midtown Manhattan que servia como sede da empresa em março de 2015, ele parecia confiante de que a Oyster estava em vantagem: a interface da plataforma estava sendo elogiada na imprensa de tecnologia por seu estilo e facilidade de uso, eles haviam assinado contrato com três das cinco grandes editoras no mercado, e acabavam de fechar um acordo para disponibilizar a série *Harry Potter* na plataforma. Eric estava confiante e a Oyster parecia ser uma startup promissora.

Mas, em 21 de setembro de 2015, apenas seis meses após nossa conversa e dois anos após seu lançamento, a Oyster anunciou que estava encerrando suas atividades. As informações foram de que Eric e alguns outros membros da equipe da Oyster estariam se juntando ao Google, que pagaria aos investidores entre US\$ 15 e 20 milhões pelo direito de contratar alguns dos funcionários da plataforma. Não se tratava de uma aquisição, mas sim uma “*acquire*”, onde o Google compraria a propriedade intelectual da Oyster e contrataria parte de sua equipe, que seria integrada ao negócio do Google (Kafka & Bergen, 2015). Esse não foi o tipo de saída que permitiu aos investidores da Oyster obter um múltiplo de dez vezes o valor do investimento inicial, muito menos cem ou mil vezes; foi uma liquidação imediata que permitiu que eles saíssem do negócio e minimizassem suas perdas.

Então, o que deu errado? Por que uma startup que parecia destinada ao sucesso de repente se encontra em uma trajetória descendente e irreversível? Quando ouvi a notícia de que a Oyster estava encerrando suas atividades, pensei

imediatamente em uma razão: certamente havia sido o modelo de limite ou pagamento por uso que afundou a empresa. Ao concordar em pagar às editoras 80% do preço do livro sempre que 20% fossem lidos, a Oyster se vinculou a um modelo de negócios que a obrigaria a pagar mais às editoras do que conseguiria arrecadar em taxas de assinatura, drenando suas reservas de caixa e destruindo qualquer esperança de se tornar lucrativa – essa parecia ser a explicação mais óbvia. Mas havia um problema óbvio com essa explicação: A Scribd estava usando o mesmo modelo e ainda estava funcionando, de fato, estava crescendo em um ritmo acelerado. Se um modelo não lucrativo de assinatura pudesse explicar o fim da empresa, por que a Oyster afundou enquanto a Scribd continuava a crescer? E, se não fosse o modelo de assinatura, como poderíamos explicar por que a Scribd teve sucesso e a Oyster fracassou?

Foi só quando eu estava entrevistando Tom seis meses depois e observando o mundo das startups sob o ponto de vista dele que percebi por que minha teoria inicial estava errada, e descobri qual havia sido o verdadeiro problema da Oyster. A Oyster não acabou por causa do modelo de pagamento por uso. Na verdade, a empresa era lucrativa – talvez não enormemente, mas até certo ponto. A Oyster fracassou porque o custo de aquisição de novos clientes estava desalinhado em relação ao valor vitalício desses clientes, e foi por isso que seus financiadores de capital de risco decidiram abandonar o negócio. Tom deixou isso perfeitamente claro: do ponto de vista dos capitalistas de risco, quando se trata de investir mais dinheiro em uma startup que já está em andamento, é preciso garantir que o valor vitalício de um cliente seja muito maior do que o custo para adquiri-lo, muitas vezes maior do que custou para adquiri-lo. Essa é a qualificação relevante para a tração – o “+” em tração+.

Investidores em um negócio de assinatura como a Oyster geralmente procuram uma proporção de 1:3 ou 1:4 entre o custo por aquisição (Cost per Acquisition, CPA) de um cliente e o valor vitalício (Lifetime Value, LTV) desse cliente, o que significa que para cada dólar gasto na aquisição de um novo assinante, é preciso gerar três ou quatro dólares de valor vitalício. A Oyster estava, na verdade, obtendo um pequeno lucro bruto por usuário: para cada US\$ 10 que recebia em taxas de assinatura, cerca de US\$ 8 eram pagos às editoras, deixando um pequeno excedente de cerca de US\$ 2. Mas a Oyster estava gastando muito dinheiro tentando aumentar sua base e adquirir novos assinantes. Ela estava investindo quantias substanciais em anúncios online, principalmente no Facebook e no Google. O resultado foi que a proporção de CPA para LTV estava longe dos esperados 1:3 ou 1:4 – na verdade, era ligeiramente negativa. Nos termos de Tom, a Oyster era um negócio de margem bruta negativa: custava mais para entregar o serviço do que conseguiria recuperar por cliente. Se

D

A Peregrinação a *Sand Hill Road*

a Oyster tivesse sido capaz de demonstrar que estava expandindo sua base de assinantes a um ritmo aceitável e com uma proporção de CPA para LTV alinhada com as expectativas da indústria, poderia ter encontrado investidores dispostos a participar de outra rodada de financiamento. No final das contas, não foi possível arrecadar mais fundos e não estava em condições financeiras de continuar sem outra rodada de investimento. Daí o encerramento.

Isso explica não apenas por que a Oyster fracassou, mas também porque a Scribd sobreviveu e, de fato, prosperou. Antes de a Scribd começar a oferecer seu serviço de assinatura de e-books no outono de 2013, ela já existia há vários anos como um negócio de documentos; por isso, ela já tinha uma fonte de receita preexistente e, o mais importante, já mantinha uma base significativa de usuários existente com cerca de 150 milhões de visitantes mensais. Então, quando decidiu lançar um serviço de assinatura de e-books, ela pôde comercializar esse novo serviço diretamente para sua base de usuários existente. Custou muito pouco para a Scribd adquirir cada novo assinante porque ela podia concentrar seus esforços em converter uma fração de seus usuários e visitantes existentes em assinantes pagantes. A Oyster, por outro lado, estava usando publicidade paga para alcançar e adquirir novos assinantes, e isso estava custando entre US\$ 40 e US\$ 50 para adquirir cada novo assinante. A maioria dos serviços de assinatura bem-sucedidos conta com algo que lhes dá uma vantagem inicial: A Netflix fez acordos com fabricantes de eletrônicos para colocar cupons de adesão gratuita em aparelhos de DVD, e fez um contrato com o Walmart que direcionava os clientes da rede de lojas para a Netflix. Por sua vez, o Spotify fez um acordo com o Facebook, que lhe permitiu alcançar milhões de usuários potenciais, enquanto a Scribd já tinha seu negócio de documentos existente. A Oyster estava começando do zero. Quando analisamos essas startups do ponto de vista de um capitalista de risco, vemos que foi o alto custo de aquisição da Oyster e o baixo custo de aquisição da Scribd que afundaram a primeira e permitiram que a segunda sobrevivesse e prosperasse. Tom capturou isso de maneira muito apropriada com uma metáfora de surfe: “A Oyster estava gastando muito dinheiro tentando nadar contra a corrente da onda, enquanto a Scribd já tinha milhões de clientes para alavancar”.

CONCLUSÃO

Neste artigo, desenvolvi uma abordagem particular para a inovação tecnológica e busquei demonstrar seu valor e eficácia em relação a um estudo de caso específico: o financiamento de startups de tecnologia que emergem dentro ou em torno do mercado editorial. Muitas vezes, estudos sobre inovação tecnológica

focam as tecnologias em si, enfatizando suas propriedades técnicas e possibilidades. No entanto, a inovação tecnológica sempre ocorre em um contexto social mais amplo e, se quisermos entender quais tecnologias têm sucesso e quais fracassam, quais acabam se tornando características constitutivas de nossos mundos sociais e quais caem no esquecimento, precisamos ampliar nossa perspectiva e considerar aqueles aspectos do contexto social que sustentam e possibilitam o processo de inovação tecnológica. Busquei fazer isso ao desenvolver uma versão da teoria dos campos que enfatiza quatro componentes principais: campos, tecnologias, organizações e indivíduos. Tecnologias são indiscutivelmente importantes, mas são apenas um elemento em um conjunto de fatores que moldam o processo de inovação tecnológica. Ao estudar a inovação tecnológica a partir dessa perspectiva, examinamos como um conjunto de atividades realizadas por indivíduos e organizações específicas situadas em campos particulares, utilizando os recursos disponíveis para perseguir determinados objetivos; em outras palavras, como um conjunto de atividades inevitavelmente envoltas nas realidades da motivação humana, das relações sociais e do poder.

Entre os recursos particularmente importantes para a inovação tecnológica está o capital financeiro. Sem ele, é muito difícil para indivíduos transformarem ideias, por melhores que sejam, em tecnologias que possam ser desenvolvidas, testadas, ampliadas e implementadas. Se a inovação ocorre dentro de uma organização existente, então o capital financeiro necessário para transformar ideias em realidades pode ser fornecido pela organização como parte de sua P&D. Mas como um empreendedor com uma boa ideia consegue o financiamento necessário para lançar uma startup que possa ter alguma chance de sobreviver, alguma chance de transformar a ideia em uma realidade sustentável? E, assumindo que ele ou ela seja bem-sucedido em conseguir o financiamento, como esse financiamento molda o processo de inovação e a organização que o sustenta?

Existem várias fontes de financiamento disponíveis para empreendedores, mas o capital de risco desempenha um papel fundamental para aqueles que trabalham no universo da tecnologia e TI. Do ponto de vista da teoria dos campos, um empreendedor que está tentando obter financiamento é um *player* que persegue um objetivo específico dentro de um campo particular em relação a outros *players*, e, nesse cenário, são esses outros *players* – os capitalistas de risco – que têm o poder de decidir se os fundos devem ser concedidos e, em caso afirmativo, sob quais condições. Apresentar uma proposta de captação de recursos é um tipo específico de ritual social ou jogo em que os empreendedores precisam ser capazes de contar uma boa história sobre o que querem fazer e por que é uma boa ideia, e essa história precisa ser contada de uma maneira que seja suficientemente persuasiva aos olhos dos guardiões do capital, para que esses

guardiões decidam apoiá-los. Como os empreendedores podem fazer isso se não sabem o que os capitalistas de risco estão procurando? Como eles sabem como estruturar sua proposta de forma que ressoe com as prioridades, preconceitos e interesses dos capitalistas de risco, se não sabem quais são essas prioridades, preconceitos e interesses? Na prática, muitos empreendedores fracassam nesse cenário. Eles não veem o mundo do ponto de vista dos capitalistas de risco, e não sabem quais princípios e critérios os capitalistas de risco estão usando para tomar suas decisões de financiamento, e, em parte como resultado disso, suas propostas falham. Suas ideias podem nunca sair do papel – não porque sejam intrinsecamente ruins, mas simplesmente porque os empreendedores que buscam desenvolvê-las não entendem as regras do jogo de captação de recursos.

Com a ajuda de Tom, um membro bem estabelecido da comunidade de capital de risco do Vale do Silício, reconstruí alguns dos princípios e prioridades que moldam a visão de mundo de um típico capitalista de risco especializado no financiamento de startups de tecnologia. Mostrei que, embora as decisões individuais sejam sempre influenciadas por uma variedade de fatores circunstanciais, os princípios usados por Tom para decidir se deve apoiar uma startup com capital são surpreendentemente simples: *onda*, *timing*, *equipe*, ou *WTT*, na sigla em inglês. E, quando se trata de decidir se deve investir mais dinheiro em uma startup que já está em andamento, Tom adiciona um quarto fator: *tração*, ou seja, crescimento mais engajamento, especialmente quando o crescimento é tal que o valor vitalício do cliente é muito maior do que o custo de aquisição desse cliente, o que chamei de *tração+*.

Ao reconstruir os princípios e prioridades dos guardiões do capital, podemos desenvolver um conjunto poderoso de ferramentas explicativas que podem ser usadas para ilustrar, entre outras coisas, por que algumas startups conseguem financiamento de capital de risco e alcançam o sucesso, enquanto outras não chegam a lugar nenhum. A Wattpad teve sucesso em suas atividades de captação de recursos porque, nas interações sociais cruciais onde as decisões de financiamento estavam sendo consideradas, seus fundadores contaram uma história convincente sobre o que estavam fazendo e o que pretendiam alcançar, uma história que ressoou muito bem com os princípios e prioridades dos capitalistas de risco; além disso, quando os fundadores precisaram embarcar em outra rodada de financiamento, eles também tinham evidências sólidas de crescimento e tração para apoiar seu argumento. O desenvolvimento da Wattpad, desde sua proposta inicial em 2011 até sua aquisição pela Naver uma década depois, foi uma ilustração quase perfeita da trajetória de investimento para saída que os capitalistas de risco geralmente procuram (mesmo que possam desejar um múltiplo mais expressivo na saída). Por outro lado, quando os fundadores da

Inkshares fizeram sua peregrinação a *Sand Hill Road*, sua proposta foi barrada por muros intransponíveis. Eles tinham uma boa ideia: um plano inovador para uma plataforma de *crowdfunding* para livros, algo que ninguém mais havia desenvolvido dessa forma; mas sua proposta foi completamente incompatível com os princípios e prioridades dos capitalistas de risco. Todos os capitalistas de risco que eles abordaram recusaram suas propostas, um resultado que eles não esperavam de forma alguma. Eles simplesmente não tinham ideia de que sua tentativa de levantar fundos seria tão inútil e iniciaram suas interações com os capitalistas de risco sem um entendimento real das regras pelas quais o jogo de captação de recursos era jogado.

Levar em consideração os princípios e prioridades dos capitalistas de risco também pode nos ajudar a explicar por que algumas startups conseguem garantir novas rodadas de financiamento e continuam a prosperar, enquanto outras veem suas vidas interrompidas precocemente. Se quisermos explicar por que a Oyster e a Scribd – duas startups muito semelhantes, competindo no mesmo mercado – tiveram destinos tão diferentes, nunca poderíamos explicar isso apenas com base em suas tecnologias: o consenso geral era que a Oyster tinha a melhor tecnologia, e sua plataforma era amplamente elogiada por sua interface elegante e fácil de usar. Também não poderíamos explicar isso invocando o modelo de assinatura por uso, que colocava a maior parte do risco sobre o provedor de serviços, porque tanto a Oyster quanto a Scribd usavam o mesmo modelo. Somente podemos explicar por que a Scribd teve sucesso e a Oyster fracassou levando em consideração os princípios e prioridades dos capitalistas de risco que estavam financiando essas organizações: eles cortaram o financiamento da Oyster porque o custo de aquisição de novos clientes era muito alto em relação ao valor vitalício desses clientes e, portanto, ela falhou no teste de tração+. Por outro lado, para a Scribd, custava muito pouco adquirir cada novo cliente porque ela já tinha uma grande base de usuários existente e podia concentrar seus esforços em converter alguns desses usuários existentes em assinantes pagantes, então a proporção de CPA para LTV estava muito mais alinhada com as expectativas da indústria.

Compreender os interesses e prioridades dos capitalistas de risco também pode nos ajudar a explicar por que as práticas de negócios das startups financiadas por capital de risco são tão diferentes das práticas das empresas tradicionais. Quando as startups garantem financiamento de capital de risco, o capital vem com condições: o capital de risco tem condições e consequências. As startups acabam atreladas aos interesses e prioridades dos capitalistas de risco que as financiam, e suas trajetórias e sobrevivência como negócios são moldadas por esses interesses e prioridades. Para os capitalistas de risco que investiram em

uma startup, existem apenas duas estratégias de saída desejáveis: ou o negócio é vendido para outra empresa ou abre capital com um IPO, e em ambos os casos o capitalista de risco busca alcançar um múltiplo de dez vezes ou mais sobre o valor do investimento. Isso significa que, do ponto de vista do capitalista de risco, o desenvolvimento de um negócio que eles estão financiando precisa ser direcionado para uma estratégia de saída adequada, o que implica crescimento rápido e tração, especialmente o tipo de tração em que o valor vitalício do cliente é muito maior do que o custo de adquiri-lo. As startups se encontram presas em um pacto faustiano com seus financiadores de capital de risco. Elas são impulsionadas por um caminho de desenvolvimento que as obriga a focar em crescimento rápido acima de tudo, direcionado para uma saída bem-sucedida em termos que priorizam os interesses dos capitalistas de risco. As condições associadas ao capital de risco explicam por que as práticas de negócios das startups financiadas por capitalistas de risco são tão diferentes das práticas de negócios da maioria das empresas tradicionais e por que elas são capazes e estão dispostas a queimar tanto dinheiro tão rapidamente, e por que prestam tão pouca atenção a preocupações empresariais tradicionais, como geração de receita e lucratividade. Mas essas condições também destacam a precariedade de muitas startups e como elas são tão vulneráveis ao colapso: as coisas podem estar bem enquanto os fundos estão fluindo, mas se uma startup não estiver crescendo suficientemente rápido e alcançando o tipo de tração esperado, o fluxo de caixa pode ser cortado muito rapidamente e, ao contrário de um negócio tradicional com suas próprias fontes de receita, ela geralmente terá pouco para se sustentar.

Para os empreendedores que buscam inovar no Vale do Silício e em outras regiões de alta tecnologia, garantir financiamento de capital de risco é uma parte atraente, quase obrigatória, da cultura de startups. Adquirir instalações e contratar funcionários (especialmente programadores altamente qualificados e outros profissionais técnicos) é um negócio caro, e uma grande injeção de capital de risco pode fornecer a uma startup a liquidez necessária para acelerar o processo de desenvolvimento. Ao permitir que um empreendedor construa uma organização rapidamente e desenvolva e implemente novas tecnologias em velocidade e escala, o capital de risco pode ser um grande impulsionador da inovação tecnológica – e sem uma organização para sustentá-lo e apoiá-lo, o processo de inovação pode nem sequer sair do papel. No entanto, as condições associadas ao capital de risco têm consequências significativas para o processo de inovação. Elas estabelecem um caminho de desenvolvimento para as startups que é, ao mesmo tempo, constrangedor e habilitador, prendendo-as a uma trajetória de desenvolvimento sobre a qual os fundadores ou empreendedores podem ter muito pouco controle. O interesse dos capitalistas de risco

é ver a empresa crescer o mais rápido possível, ganhar tração e se tornar a líder dominante no mercado: desenvolver-se dessa forma maximizará as chances de a empresa alcançar o objetivo final dos capitalistas de risco, que é sair do negócio com um retorno de dez vezes ou mais. Para os empreendedores que estão dispostos a alinhar seus objetivos com os interesses e metas dos capitalistas de risco e aceitar os riscos envolvidos, incluindo ter seu fluxo de recursos cortado repentinamente, as condições associadas ao capital de risco podem ser um preço aceitável a pagar pelos benefícios que essas startups recebem. Mas para outras startups, especialmente aquelas que estão trabalhando em tecnologias ou outros projetos que provavelmente não alcançarão o tipo de crescimento rápido e tração que os capitalistas de risco geralmente buscam, pode ser melhor a longo prazo se conseguirem se estabelecer e sobreviver sem o apoio dos capitalistas de risco, contando com outras fontes de financiamento que não estejam tão orientadas para o conceito de saída bem-sucedida dos capitalistas de risco e focando mais na geração de fluxos de receita que lhes permitam se tornar lucrativas e se sustentarem como negócios independentes. Elas não se beneficiarão das grandes injeções de capital financeiro desfrutadas pelas startups financiadas por capitalistas de risco, mas também estarão menos restritas pelos interesses e prioridades dos capitalistas de risco; terão mais liberdade para definir seus próprios objetivos e inovar da maneira que considerarem adequada e, a longo prazo, poderão ter mais controle sobre seu próprio destino. ■

REFERÊNCIAS

- Bourdieu, P. (1993a). *The field of cultural production: Essays on art and literature*. Polity.
- Bourdieu, P. (1993b). Some properties and fields. In P. Bourdieu, *Sociology in question* (pp. 72-77). Sage.
- Bourdieu, P. (1996). *The rules of art: Genesis and structure of the literary field*. Polity.
- Christensen, C. M. (1997). *The innovator's dilemma: When new technologies cause great firms to fail*. Harvard Business School Press.
- Herbert, D., Lotz, A. D., & Marshall, L. (2019). Approaching media industries comparatively: A case study of streaming. *International Journal of Cultural Studies*, 22(3), 349-366. <https://doi.org/10.1177/1367877918813245>
- Kafka, P., & Bergen, M. (2015, September 21). Oyster, a Netflix for books, is shutting down. But most of its team is heading to Google. *Vox*. <https://tinyurl.com/3j33fw5z>

- Kenney, M. (Ed.). (2000). *Understanding Silicon Valley: The anatomy of an entrepreneurial region*. Stanford University Press.
- Kupor, S. (2019). *Secrets of Sand Hill Road: Venture capital and how to get it*. Penguin Random House.
- Lécuyer, C. (2006). *Making Silicon Valley: Innovation and the growth of high tech, 1930-1970*. MIT Press.
- Lotz, A. D. (2021). *Media disrupted: Surviving pirates, cannibals, and streaming wars*. MIT Press.
- Nicholas, T. (2019). *VC: An American history*. Harvard University Press.
- Reid, R. H. (1997). *Architects of the web: 1,000 days that built the future of business*. John Wiley & Sons.
- Saxenian, A. (1994). *Regional advantage: Culture and competition in Silicon Valley and Route 128*. Harvard University Press.
- Thompson, J. B. (2005). Merchants of culture. In J. B. Thompson, *Books in the digital age: The transformation of academic and higher education publishing in Britain and the United States* (pp. 3-14). Polity.
- Thompson, J. B. (2012). *Merchants of culture: The publishing business in the twenty-first century* (2nd ed.). Polity.
- Thompson, J. B. (2021). *Book wars: The digital revolution in publishing*. Polity.

Artigo recebido em 31 de julho de 2024 e aprovado em 14 de agosto de 2024.