

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

ROMEL DAMASCENO VASCONCELOS

**FATORES QUE INFLUENCIAM A CAPTAÇÃO DE RECURSOS
ENTRE OS EMPREENDEDORES DE *STARTUPS* EM *EARLY-STAGE*
E INVESTIDORES ANJO**

**VITÓRIA
2021**

ROMEL DAMASCENO VASCONCELOS

**FATORES QUE INFLUENCIAM A CAPTAÇÃO DE RECURSOS
ENTRE OS EMPREENDEDORES DE *STARTUPS* EM *EARLY-STAGE*
E INVESTIDORES ANJO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Dra. Marcia Juliana d'Angelo.

**VITÓRIA
2021**

ROMEL DAMASCENO VASCONCELOS

**FATORES QUE INFLUENCIAM A CAPTAÇÃO DE RECURSOS
ENTRE OS EMPREENDEDORES DE STARTUPS EM EARLY-STAGE
E INVESTIDORES ANJO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 03 de agosto de 2021

COMISSÃO EXAMINADORA

Profa. Dra. MARCIA JULIANA D'ANGELO
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. GERCIONE DIONIZIO SILVA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. EDVAN SOARES DE OLIVEIRA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

A Deus em primeiro lugar, pelo dom e oportunidade da vida.

Aos meus pais, Genario Vasconcelos e Erbene Damasceno, e irmão, Rene Damasceno, pelos ensinamentos, paciência, suporte e investimento no meu crescimento. A minha esposa Ariane Damasceno, que com seu incentivo e encorajamento me colocou na direção desta grande conquista e principalmente ao meu filho Arthur Vasconcelos, que é a luz da minha vida, de onde emana infinita quantidade de amor e força para superar até os desafios impossíveis.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões.

Aos Professores Doutor Talles Brugni e Doutora Marcia d'Angelo, que com seu exemplo me inspiraram a buscar maiores e melhores resultados e me orientaram neste trabalho. Obrigado pelas lições técnicas e principalmente, de compromisso.

Desejo igualmente agradecer a todos os meus colegas do Mestrado em Ciências Contábeis, cujo incentivo, parceria e amizade estiveram presentes em todos os momentos.

“Seja você quem for, seja qual for a posição social que você tenha na vida, a mais alta ou a mais baixa, tenha sempre como meta muita força, muita determinação e sempre faça tudo com muito amor e com muita fé em Deus, que um dia você chega lá. De alguma maneira você chega lá”

(Ayrton Senna)

RESUMO

O objetivo do presente estudo foi analisar os fatores que contribuem para o sucesso de uma captação de recursos entre os empreendedores de *startups* em *early-stage* e os investidores anjo no Brasil. Ao fazer isto, este trabalho espera contribuir para negociações mais assertivas entre esses atores sociais ao orientar os empreendedores que pretendem acelerar seus negócios por meio da captação de capital de risco, ajudando-os a entender os fatores que contribuem no sucesso neste tipo de negociação. Do outro lado da mesa, ajuda também os investidores anjos, que podem ser apresentados a oportunidades mais qualificadas, de alguma forma, reduzindo o seu risco, aumentando e diversificando seu portfólio de investimentos. Os dados foram extraídos das apresentações de empreendedores no programa *Shark Tank* Brasil, denominadas *business pitches*, com base em três temporadas exibidas na televisão entre 2016 e 2018, disponíveis em serviços de *streaming* como o *Amazon Prime*. Para tanto, foram analisados 158 *business pitches* por meio de Regressão Logística. As evidências deste estudo mostram que dois fatores –controle adquirido pelos investidores anjos e obtenção de desconto no *valuation* – contribuem para o sucesso de uma captação de recursos.

Palavras-chave: *Startups*; Investidor anjo; *Early-stage*; *Business pitch*. Empreendedores; Captação de recursos.

ABSTRACT

The main goal of this study was to analyze the factors that contribute to the success of fundraising among early-stage startup entrepreneurs and angel investors in Brazil. By doing this, this work hopes to contribute to more assertive negotiations between these social actors by guiding entrepreneurs who intend to accelerate their business by raising venture capital, helping them to understand the factors that contribute to success in this type of negotiation. On the other hand, it also helps angel investors, who can be presented with more qualified opportunities, somehow reducing their risk, increasing, and diversifying their investment portfolio. Data were extracted from presentations by entrepreneurs on the TV show Shark Tank Brasil, also known as business pitches, based on three seasons shown on television between 2016 and 2018, available on streaming services such as Amazon Prime. To this end, 158 business pitches were analyzed through Logistic Regression. The evidence from this study shows that two factors – control acquired by angel investors and obtaining a valuation discount – contribute to the success of fundraising.

Keywords: Startups; Angel investor; Early-stage; Business pitch; Entrepreneurs. Fundraising.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - CRITÉRIOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTO.....	19
TABELA 2 – ELEMENTOS DO MODELO PROPOSTO.....	28
TABELA 3 – PERFIL DA AMOSTRA.....	31
TABELA 4 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	32
TABELA 5 – ANÁLISE DE CORRELAÇÃO.....	32
TABELA 6 – ANÁLISE DE REGRESSÃO LOGÍSTICA SOBRE O SUCESSO NA NEGOCIAÇÃO COM INVESTIDORES ANJO.....	33
TABELA 7 – RESUMO DOS RESULTADOS ESPERADOS ENCONTRADOS.....	34

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – CICLO DE INVESTIMENTO EM <i>STARTUPS</i>	16
FIGURA 2 – INVESTIMENTOS DE ACORDO COM A FASE DA <i>STARTUP</i>	17
FIGURA 3 – PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTO DE RISCO.....	18

SUMÁRIO

Capítulo 1	10
1 INTRODUÇÃO.....	10
Capítulo 2	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.2 CRITÉRIOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTO	17
2.1.1 <i>Valuation</i> de uma <i>startup</i>	18
2.1.2 O setor de atuação dos investidores anjos.....	21
2.1.3 O percentual de controle adquirido pelos investidores anjos..	21
2.1.4 Aporte financeiro	22
2.1.5 Obtenção de desconto no <i>valuation</i> pelos investidores anjos.	23
Capítulo 3	24
3 METODOLOGIA.....	24
3.1 MODELO DE ANÁLISE	24
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS.....	26
Capítulo 4	28
4 ANÁLISE DOS DADOS.....	28
4.1 PERFIL DA AMOSTRA E ESTATÍSTICA DESCRITIVA	28
4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	29
4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO LOGÍSTICA	30
Capítulo 5	32
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	32
Capítulo 6	34
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	34
REFERÊNCIAS	36
ANEXOS.....	39

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Nos estágios iniciais (*early-stage*), a captação de recursos pelo empreendedor pode ser considerada como uma atividade crítica para uma startup (Pollack, Rutherford, & Nagy, 2012). Esses recursos serão fundamentais para a sobrevivência e o desenvolvimento do negócio no longo prazo (Ruhuka & Young 1987; Aldrich & Fiol, 1994). Fatores como a assimetria de informação entre os tomadores e financiadores de capital, ausência de histórico de crédito e falta de experiência ou histórico profissional, aumentam a percepção de risco e, conseqüentemente, dificulta o acesso a financiamentos bancários para a maior parte dos empreendedores em *early-stage* (Ang, 1992; Zimmerman & Zeitz, 2002; Delmar & Shane, 2004; Vos, Yeh, Carter, & Tagg, 2007; Pollack, et al., 2012).

Uma das opções de financiamento para estes empreendedores são os investidores de risco, que podem ser subdivididos em classes conhecidas como investidores anjos (*angel investors*), *venture capital* e *private equity*, de acordo com o nível de maturidade das empresas que recebem os investimentos (Hellmann, Schure, & Vo, 2021; Kelly, 2007). Somente em 2020, *startups* brasileiras levantaram aproximadamente 12,4 bilhões de reais de investimento de risco, o que demonstra o franco desenvolvimento deste mercado no Brasil (ABVCAP, 2021).

As oportunidades de investimento são apresentadas através de discursos breves, comumente denominadas como *business pitch* (O'Connor, 2002). Através do *business pitch*, o empreendedor busca comunicar a viabilidade do plano de negócios e criar uma percepção positiva nos prováveis investidores (Bird & Schjoedt, 2009). Ou

seja, os empreendedores precisam convencer os investidores anjo de que seus empreendimentos têm uma distinção legítima em comparação com as outras empresas (van Werven, Bouwmeester, & Cornelissen, 2015).

Apesar da sua importância, mesmo um bom *pitch* pode não ser capaz de mitigar os efeitos de um *business plan* ruim (Pollack, et al., 2012). Através do processo *storytelling* e do senso narrativo, o empreendedor, fazendo a função de *pitcher*, desenvolve uma história coerente e convincente sobre como os negócios irão impactar o mercado e o investimento terá retornos extraordinários (O'Connor, 2002).

Köhn (2018), identificou que diversos fatores – financeiros e não financeiros – podem afetar a avaliação de uma empresa em estágio inicial pelos investidores anjo. Alguns desses fatores financeiros são faturamento, endividamento, controle acionário, margem, lucratividade etc. Já fatores não financeiros podem ser subdivididos em características da empresa (local, setor ou processos internos), fatores ligados ao empreendedor e ao time e, ainda a propriedades intelectuais ou parcerias estratégicas. O autor recomenda ainda escrutinar o processo de negociação entre *startups* e investidores de capital de risco não somente do ponto de vista teórico, mas acima de tudo, do ponto de vista prático (Köhn, 2018).

No Brasil, autores como Aguiar (2016), Machado (2018) e Amorim (2018) conduziram explorações sobre o assunto. Contudo, estes estudos focaram em questões sobre investimentos genéricos, não se aprofundando em casos reais de investimento em empreendimentos em *early-stage* no Brasil. Este estudo, ao contrário, se propõe analisar de forma quantitativa as negociações entre investidores anjos e empreendedores de *startups* em *early-stage*, utilizando como fonte de informações negociações distintas e em condições reais.

Diante desse contexto, o objetivo do presente estudo é analisar empiricamente os fatores que contribuem para o sucesso de uma captação de recursos entre as empresas em *early-stage* junto a investidores anjo no Brasil.

Para atingir os objetivos desta pesquisa, realizou-se um estudo de caso múltiplo, com base de dados codificados a partir da série de televisão *Shark Tank* Brasil, onde observou-se 158 *business pitches*. Com base nestes dados, analisou-se os fatores que podem determinar o sucesso deste tipo de negociação através de um modelo de regressão logística.

As reuniões entre investidores e empreendedores normalmente ocorrem em ambientes particulares e com uma estrutura de baixa formalização, o que dificulta o acesso e coleta de dados para estudos sobre esse fenômeno. O programa de TV *Shark Tank* Brasil apresenta um *reality show* onde empreendedores e investidores reais realizam *business pitches* visando investimentos em empresas em *early-stage* que atuam no Brasil, mantendo uma dinâmica que, para todos os efeitos, é comparável ao que ocorre em negociações da mesma natureza no mercado em geral. Os investimentos contratados no programa passam por um processo de diligência posterior, e se aprovados, são realizados com os recursos dos próprios investidores que aceitaram o negócio. Por se tratar de um programa de TV, é possível ver e rever as apresentações e extrair informações relevantes para o entendimento de cada negociação.

Do ponto de vista prático, a identificação dos fatores subjacentes que levam ao sucesso em uma negociação com um investidor anjo pode contribuir para os empreendedores brasileiros que precisam buscar esse tipo de financiamento para o crescimento de seus negócios nos próximos anos. Em última análise, aumentar o número de sucessos neste tipo de negociação contribui para criar um ambiente de

negócios mais dinâmico, convidando mais empreendedores com bons *insights* e mais investidores com apetite e ferramentas para ajudar estes negócios a florescerem.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR START-UPS

No estudo seminal de Tyebjee e Bruno (1984), os autores informam que o empreendedor em *early-stage* que escolher a via de levantamento de recursos através de investimentos baseados em *equity* deve se preparar para o ciclo do investimento em *startups*. Este ciclo foi subdividido em três fases: (i) pré-investimento; (ii) pós-investimento; e (iii) saída.

Aa fase de pré-investimento se inicia com o mapeamento do mercado para identificação de potenciais negócios, tanto do lado de investidores, quanto empreendedores. A partir daí os atores passam a se relacionar, com interações como o *business pitch* e auditorias de potenciais empresas investidas (*due dilligence*). Essas interações visam reduzir a assimetria de informações entre as partes. Em havendo interesse no investimento, ocorrem os primeiros esforços para a formalização do negócio – como negociações de cláusulas contratuais, novas estruturas societárias e os poderes dos investidores sobre o empreendimento investido (De Clercq *et al.*, 2006).

Na fase de Investimento, busca-se adicionar valor ao negócio, com a aplicação do capital investido nas operações (aumento da capacidade produtiva, força de vendas, alcance e escalabilidade etc.) e com ações de mentoria e acompanhamento dos negócios (acesso a *network* do investidor, participação nos órgãos de governança etc.). Por fim, na fase de saída, o investidor busca as melhores opções de saída, através de um evento de liquidez (IPO, venda de participação ou aquisição por algum

outro *player*) (De Clercq et. al., 2006). Para facilitar o entendimento deste ciclo, De Clercq

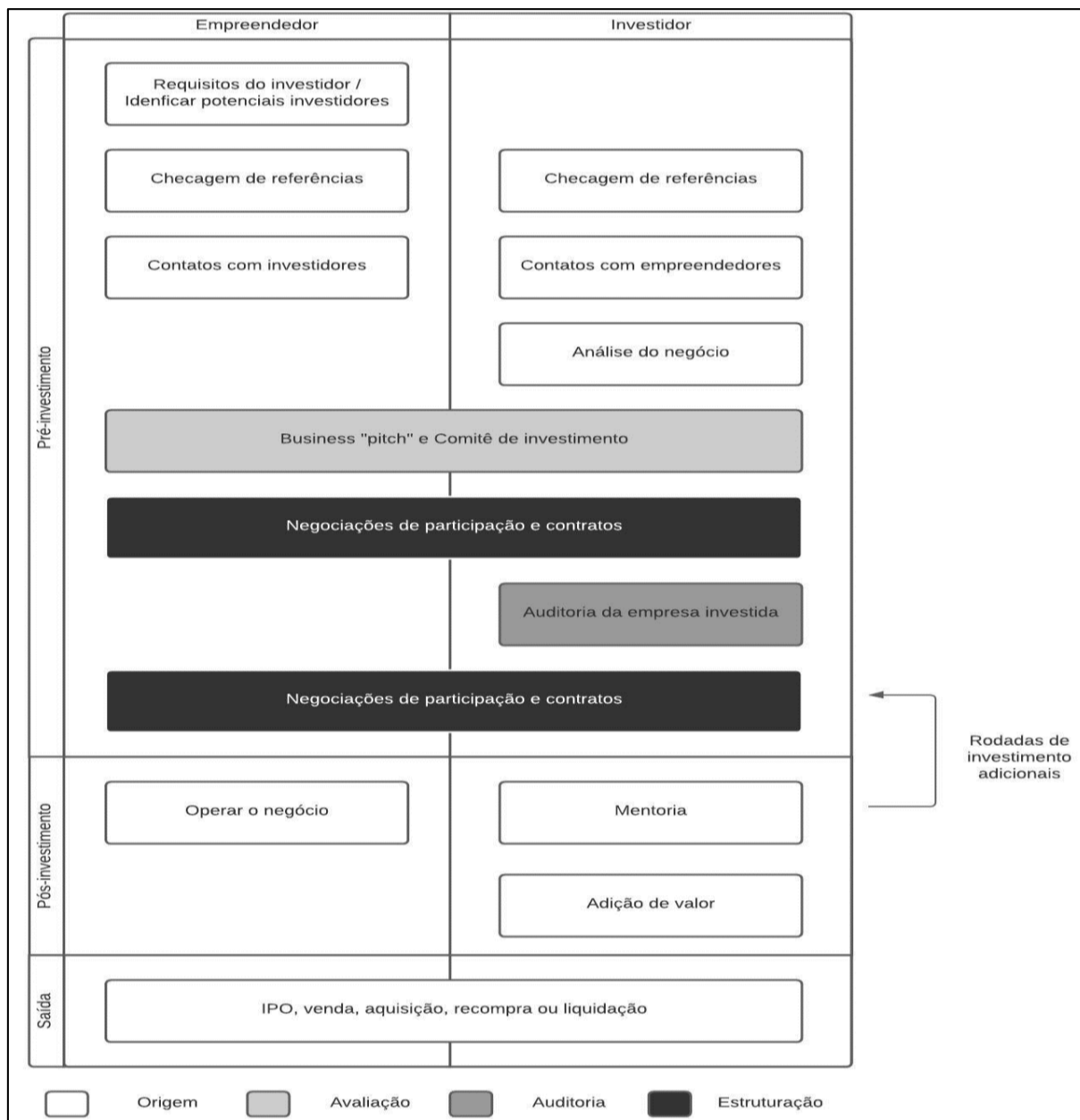


Figura 1: Ciclo de investimento em *startups*
 Fonte: Adaptado de De Clercq *et al.* (2006)

Para mitigar os riscos, os investidores têm como prática dividir os investimentos em fases, sabendo que, quanto mais cedo o desenvolvimento do negócio, maior é o risco (Sahlman, 1990). Se o plano de negócios seguir atendendo as expectativas do investidor, novos aportes podem ser realizados. Mas, se o empreendedor não estiver sendo capaz de entregar os resultados prometidos, o investidor pode reduzir suas

perdas simplesmente não investindo mais naquele negócio (De Clercq et al., 2006). Sobre isso, De Clercq (2016) traz o mantra dos empreendedores em estágio de *startup*, “*Underpromise and over-deliver*”, que em tradução livre significa, prometa menos e surpreenda na entrega.

Dessa forma, apesar de existirem diferenças entre países e segmentos, em geral, os tipos de financiamento em cada uma das fases da *startup* podem ser simplificados, conforme mostrado na Figura 2.

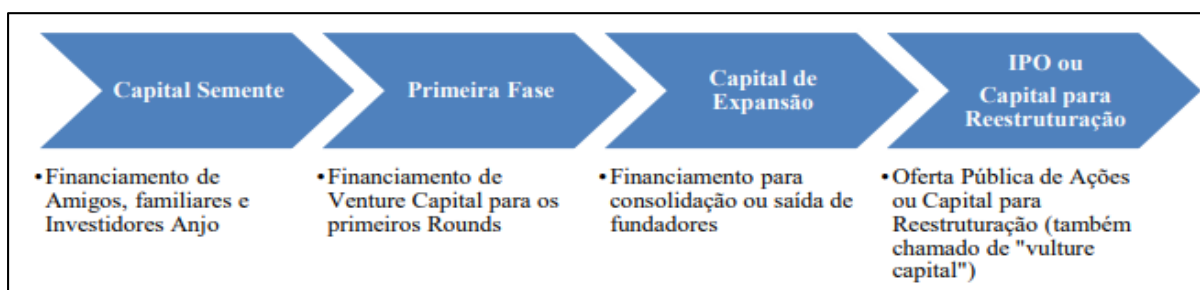


Figura 2: Investimentos de acordo com a fase da Startup
Fonte: Adaptado de Titman e Martin (2009)

O capital semente (*capital startup*) é frequentemente aportado por Investidores Anjo em instituições muito novas, muitas vezes sem um produto ou serviço pronto para a venda, e voltado para desenvolvimento do produto inicial e esforços de marketing. O capital de primeira rodada (*first round*) é regularmente aportado por recursos de *venture capitalists* para empreendedores com um produto já aprovado pelo mercado, objetivando iniciar a produção e o marketing (Titman & Martin 2009).

O capital de segunda rodada (*second round*) é regularmente aportado por recursos de *venture capitalists* em empreendimentos que já compõem e vendem. O capital de expansão é normalmente aportado por recursos de *venture capitalists* ou fundos de *private equity* em instituições que já podem ser lucrativas, mas não de maneira suficiente para financiar seu desenvolvimento (Titman & Martin, 2009).

2.2 CRITÉRIOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTO

O universo do investimento em *startups* desperta interesse de pesquisadores e do mercado há décadas. O trabalho seminal de Tyebjee e Bruno (1984) explorou os casos de 90 negócios fechados por 41 investidores, e produziu o modelo de processo de tomada de decisão por investidores apresentado na Figura 3.

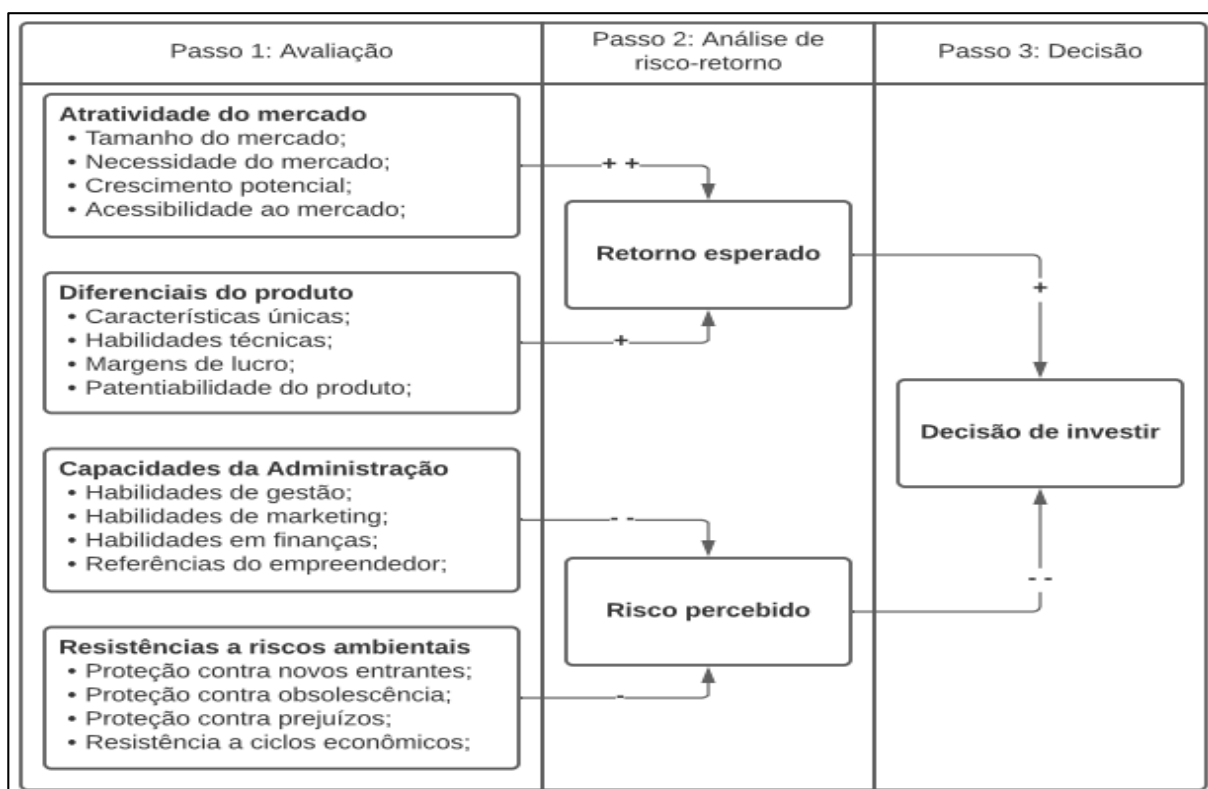


Figura 3: Processo de decisão de investimento de risco
Fonte: Adaptado de Tyebjee e Bruno (1984)

Como observado pelos próprios autores, este primeiro modelo carece de maior base teórica, além de ser de alguma forma simplista. A partir de então, diversos pesquisadores vêm se dedicando a explorar os fatores que influenciam na decisão de investimento, mostrados na Tabela 1.

TABELA 1: CRITÉRIOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTO

Autor	Metodologia	Amostra	Crítérios identificados
MacMillan, Siegel, & Narasimha (1985)	Questionário	100 respondentes	<ul style="list-style-type: none"> • Personalidade do empreendedor • Experiência do empreendedor • Produto • Mercado • Informações financeiras

Hall & Hofer (1993)	Entrevistas semiestruturadas	16 entrevistados	<ul style="list-style-type: none"> • Fit com as expectativas do investidor • Características da proposta • Empreendedor/time • Natureza do negócio • Ambiente econômico • Estratégia • Informações financeiras
Muzyka, Birley, & Leleux (1996)	Questionário	73 respondentes	<ul style="list-style-type: none"> • Time de Administradores • Competências dos Administradores • Estratégia • Informações financeiras • Produto/Mercado
Zacharakis & Meyer (1998)	Simulações	50 decisões	<ul style="list-style-type: none"> • Empreendedor • Produto • Mercado • Informações financeiras
Lucey & Dowling (2005)	Revisão da literatura		<ul style="list-style-type: none"> • Emoções/sentimentos
Paul, Whittam, & Wyper (2007)	Entrevistas semiestruturadas	30 entrevistados	<ul style="list-style-type: none"> • Empreendedor • Mercado • Função após o investimento • Informações financeiras
Clark (2008)	Questionário	3 <i>pitches</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Nível de entendimento/claridade • Capacidade de persuasão do empreendedor • Características do empreendedor • Estrutura
Petty & Gruber (2011)	Análise de dados	3631 negócios	<ul style="list-style-type: none"> • Produto • Mercado • Informações financeiras • Time de Administradores
Maxwell <i>et al.</i> (2011)	Protocolo verbal	150 <i>pitches</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Estágio do produto e patentes • Engajamento dos clientes • Mercado • Experiência do empreendedor • Informações financeiras
Block, Fisch, Vismara, & Andres (2019)	Experimental <i>conjoint analysis</i> (Análise Experimental Conjunta)	749 investidores	<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento da receita • Produto • Time de Administradores • Escalabilidade internacional • Lucratividade • Modelo de negócio • Investidores atuais

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.2.1 *Valuation de uma startup*

Os modelos de mensuração do valor econômico de um empreendimento podem ser divididos em basicamente dois grupos. O primeiro é composto pelas análises que utilizam o Fluxo de Caixa Descontado, do inglês *Discounted Cash Flow*

(DCF) ou modelos de lucros residuais, e suas variantes, como base de mensuração. Como se trata de eventos futuros, o método *DCF* depende fundamentalmente de premissas e cenários a partir do julgamento profissional de analistas. Em outras palavras, diferentes analistas (ou investidores) podem encontrar valores diferentes para o mesmo negócio (Miloud, Aspelund, & Cabrol, 2012).

O segundo grupo traz modelos de avaliação do Valor Relativo (VR), que busca encontrar o valor de determinado empreendimento, comparando-o a outros pares no mercado, com características semelhantes (Bancel & Mittoo, 2014).

O processo de avaliação de ativos pode ser visto em termos absolutos ou relativos. Em termos absolutos, a avaliação é feita sobre fundamentos técnicos robustos, como o método do fluxo de caixa descontado. Contudo, na economia real, onde o acesso aos dados é muitas vezes limitado, essa abordagem está sujeita a maiores margens de erro. Já do ponto de vista relativo, o uso de métricas de comparação de valor facilita e simplifica o processo de precificação de um ativo (Gatev, Goetzmann, & Rouwenhorst, 2006).

Já o método baseado no Valor Relativo, normalmente deriva da aplicação de um múltiplo. Esse múltiplo pode ser em relação a uma métrica financeira da própria empresa (ex.: Índice Preço-Lucro, que mede o valor da empresa, sobre o lucro auferido em determinado espaço de tempo), ou em comparação ao mercado (ex.: observando negócios realizados em condições comparáveis a da empresa). Uma limitação do modelo VR é de que ele assume que os mercados são eficientes, ou seja, que os preços aplicados refletem adequadamente o valor das firmas negociadas (Bancel & Mittoo, 2014).

Contudo, estes modelos de *valuation* dependem de premissas e informações históricas, não se aplicando às *startups*, cujos dados são insuficientes ou incipientes

(Miloud et. al., 2012). Nesses empreendimentos, o *valuation* é influenciado por diversos aspectos que variam de acordo com cada negociação. É comum que algumas empresas fundadas por empreendedores experientes, mesmo sem um produto desenvolvido, já consigam realizar captações com um *valuation* elevado enquanto outras *startups*, inclusive com produtos desenvolvidos e clientes ativos, captarem com base em um *valuation* menor (Chen, Yao, & Kotha, 2009).

A avaliação de empresas abrange duas etapas: *pre- e post- money valuation*. No caso das *startups*, isso é ainda mais relevante, pois, geralmente o aporte de capital advindo de novos investimentos tende a ser relevante na estrutura de capital. O *pre-money valuation* é a avaliação da *startup* realizada antes de ela alcançar aportes financeiros. Já o *post-money*, por sua vez, é o *valuation* feito após um aporte. Trata-se da etapa do *pre-money* acrescentada do aporte (Köhn, 2018).

Em seu artigo seminal, Tyebjee e Bruno (1984) acreditam que o estabelecimento do preço é uma questão central em qualquer negociação entre investidores e empreendedores. O *valuation* é normalmente um dos maiores problemas para a estruturação de um acordo justo para ambas as partes (De Clercq, Fried, Lehtonen, & Sapienza, 2006). Determinar o *valuation* de uma *startup* pode ser desafiador por se tratar de um investimento caracterizado por um alto risco, altas taxas de queima de caixa e assimetria informacional (Sahlman 1990; Sievers & Keienburg, 2013). Portanto, tendo em vista todos os fatores mencionados, chega-se a primeira hipótese deste trabalho:

Hipótese (H₁): O *valuation* da *startup* afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos.

2.2.2 O setor de atuação dos investidores anjos

Hall e Hofer (1993) já alertaram que os empreendedores deveriam conhecer as preferências dos investidores. Investidores possuem diferentes perspectivas sobre os mercados e os setores, podendo entender que não é viável investir no setor da *startup*.

Em pesquisa realizada por Gompers et al. (2016), investidores de *private equity* responderam que consideravam importante a capacidade deles mesmos adicionarem valor nas empresas investidas. Além de contribuir com o capital financeiro, investidores estratégicos também podem adicionar valor ao investimento utilizando sua experiência e *network*, atuando ativamente na gestão do negócio por meio de mentorias ou de participação direta nos órgãos de governança instalados (ex.: participando do Conselho de Administração ou de comitês estratégicos) (Gompers e Lerner, 2000). Assim, é proposta a seguinte hipótese:

Hipótese (**H₂**): O alinhamento dos setores de atuação do investidor anjo e do empreendedor afeta positivamente o sucesso de captação de recursos via *business pitch*.

2.2.3 O percentual de controle adquirido pelos investidores anjos

A negociação da participação acionária é um assunto especialmente delicado. Por um lado, é preciso manter o empreendedor engajado e motivado para fazer o negócio crescer. Por outro lado, quanto menor a participação do investidor, menor é a sua capacidade de controle sobre a organização. Ao ter maior nível de controle, o investidor pode pautar mais fortemente as ações e uso dos recursos da forma como acredita ser mais eficiente. (Cable & Shane, 1997; De Clercq et al., 2006). Por outro lado, quanto menor é o percentual de controle dos empreendedores sobre o negócio,

menor o incentivo que eles têm para se dedicar ao crescimento exponencial da *startup*, o que pode frustrar as expectativas dos investidores anjos (Hall & Hofer, 1993). É importante salientar ainda que o investimento semente (realizado por investidores anjo) é somente o primeiro passo de um ciclo de investimentos maior e se o percentual de controle que sobrar para o empreendedor após o investimento for baixo demais, ele pode perder o interesse e dedicação necessárias para fazer a *startup* crescer. (Titman & Martin, 2009). Assim, é proposta a hipótese:

Hipótese (H₃): Quanto maior for o percentual de controle negociado entre investidores anjo e empreendedores, maior a possibilidade de sucesso na captação de recursos.

2.2.4 Aporte financeiro

De todos os ciclos de investimento, a negociação do aporte financeiro é a mais difícil, pois envolve negociar diversas perspectivas dos atores sociais envolvidos em um único contrato de investimento (*term sheet*) que, por sua vez, depende do *valuation* negociado (OECD, 2001).

Cada fase do ciclo de investimentos de uma empresa, tem um propósito e níveis de risco diferentes. Quanto maior o investimento no início do ciclo, maior o risco tomado pelo investidor (De Clercq et al., 2006). Ao mesmo tempo, o volume de capital necessário para que o empreendimento alcance a próxima fase do ciclo de evolução, vai aumentando a cada nova rodada (Titman & Martin, 2009). Isso significa que investidores anjo tendem a realizar investimentos de menor volta do que outros tipos de investidores (por exemplo, fundos de *venture capital* ou *private equity*). Dessa forma, foi proposta a hipótese:

Hipótese (H₄): O valor do aporte financeiro investido afeta negativamente o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos.

2.2.5 Obtenção de desconto no *valuation* pelos investidores anjos

Köhn (2018) avalia que as pesquisas sobre *valuation* de *startups* ainda não foram capazes de gerar uma estrutura conceitual padrão capaz de ser adotada em estudos empíricos ou em situações reais de investimento no mercado. Após uma revisão da literatura, o autor propôs um modelo conceitual mostrando os fatores que influenciam em uma avaliação de empresas baseado em fatores de mercado, institucionais e culturais. O foco dos fatores de mercado é a *startup*, ou seja, as características do empreendimento, dos fundadores e da equipe, propriedades intelectuais, parcerias, e informações financeiras. Já o foco dos fatores institucionais e culturais são as características do investidor, como tipo, reputação e metodologias utilizadas para avaliar o empreendimento. Apesar de considerar todos estes fatores, qualquer decisão de compra parte do princípio fundamental do comércio, que é a percepção de geração de valor, traduzida no preço, que no contexto da negociação de uma empresa é mensurado através do *valuation*.

Sendo assim, quanto menor for o valor do *valuation* pedido pelo empreendedor, em relação a percepção de capacidade de geração de valor do investidor, em tese, maior a chance de se gerar um negócio, pois isso reduziria o risco intrínseco ligado ao investimento. Logo, é proposta a seguinte hipótese:

Hipótese (H₅): A obtenção de desconto no *valuation* afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 MODELO DE ANÁLISE

Para investigar as hipóteses deste estudo, utilizou-se o método estimador de máxima verossimilhança em um modelo LOGIT, com dados em *cross-section*. Os resultados foram estimados usando a equação (1) apresentada na Equação 1.

$$Sucesso_i = \alpha_0 + \beta_1 Valuation_i + \beta_2 Fit_i + \beta_3 Controle_i + \beta_4 \ln Aporte_i + \beta_5 Desconto_{valuation_i} + \varepsilon_i$$

Equação 1: modelo econométrico.
Elaborado pelo autor.

$Sucesso_i$ foi definido como o acordo do negócio fechado entre os investidores anjo e os empreendedores de *startups*, independente das condições acordadas ou do *valuation* final. Logo, a variável dependente denominada assume o valor 1 quando o negócio foi fechado e 0 quando os investidores e os empreendedores não fecharam o negócio.

A variável independente $Valuation_i$ evidencia o *post-money valuation* negociado entre os investidores anjo e os empreendedores mensurado por meio da técnica de Valor Relativo (VR), considerando múltiplos do faturamento do último ano. Já a variável independente Fit_i assume um valor entre 0 e 5 a depender do número de investidores que atuam no mesmo setor econômico do negócio que está sendo proposto. A determinação da área de atuação das empresas foi codificada a partir das explicações dadas pelos empreendedores durante o *business pitch* e enquadradas no quadro de classificação setorial das empresas negociadas na B3 (Apêndice 1). Para determinar o nível de aderência dos investidores aos setores de negócio, foi analisado

o histórico de atuação dos “tubarões” (investidores anjos) como empresários em cada um dos ramos de atuação.

A variável $Controle_i$ mede o percentual de controle que os investidores anjo proposto ao longo da negociação. Trata-se do percentual de participação no capital social da empresa investida que os investidores anjo têm direito após a realização do aporte do investimento. Essa variável assume o valor do percentual de *participação adquirida* nos casos em que um negócio é proposto pelos investidores anjo e percentual *proposto pelos empreendedores* quando não há interesse dos investidores anjo. A variável $lnAporte_i$ mede o valor monetário que será aportado pelo investidor no ato do investimento. Para que seja possível a interpretação dos dados como um percentual, os valores foram tratados para serem transformados em logaritmo.

Já a variável $DescontoValuation_i$ é medida pela variação percentual entre o *post-money valuation* inicialmente proposto pelos empreendedores e o valor efetivamente fechado no acordo com os investidores anjo. Caso nenhuma proposta tenha sido colocada na mesa pelos investidores anjo ou proposta pelos empreendedores, então o valor do desconto é considerado como zero. A variável $DescontoValuation_i$ pode ser representada pela equação (2):

$$DescontoValuation_i = (Valuation Proposto_i / Valuation Realizado_i) - 1$$

Equação 2: modelo econométrico.
Elaborado pelo autor.

$Valor Pretendido_i$ é o *post-money valuation* inicialmente proposto pelos empreendedores e o $Valor Realizado_i$ é o *post-money valuation* em que o negócio foi realizado.

A Tabela 2 resume os elementos do modelo proposto:

TABELA 2: ELEMENTOS DO MODELO PROPOSTO

Hipóteses	Variáveis	Sinal Esperado	Resultado esperado
H₁: O <i>valuation</i> da <i>startup</i> afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de <i>startups</i> e os investidores anjos.	<i>Valuation</i>	(-)	Quanto menor for o <i>valuation</i> relativo, maior a chance de se fechar o negócio, uma vez que esse é um indicativo de que o empreendimento estaria sendo avaliado com desconto.
H₂: O alinhamento entre o setor de atuação dos investidores anjos e dos empreendedores afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de <i>startups</i> e os investidores anjos.	Fit	(+)	
H₃: Quanto maior o percentual de controle adquirido pelos investidores anjos maior o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de <i>startups</i> e os investidores anjos.	Controle	(+)	Quanto maior o controle obtido pelo investidor, maior chance de sucesso na negociação.
H₄: O valor do aporte financeiro a ser investido pelos investidores anjos afeta de forma negativa o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de <i>startups</i> e os investidores anjos.	Aporte	(-)	Quanto menor o valor a ser investido, maior a chance de se obter sucesso na negociação
H₅: A obtenção de desconto no <i>valuation</i> afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de <i>startups</i> e os investidores anjos.	Desconto <i>valuation</i>	(+)	Quanto maior o desconto, maior a chance de se obter sucesso na negociação

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS

Para avaliar os critérios utilizados pelos investidores anjo no Brasil foram codificadas as apresentações de empreendedores no programa *Shark Tank* Brasil com base nas temporadas um, dois e três, inicialmente exibidas na televisão entre 2016 e 2018, disponíveis em serviços de *streaming* como o Amazon Prime.

A série *Shark Tank* Brasil é a versão brasileira da franquia americana do formato internacional *Dragon's Den*, que se originou no Japão com o *Tigers of Money*, em 2001. O show mostra as negociações entre os empreendedores para cinco investidores anjos ou "tubarões", que decidem se investirão ou não em uma *startup*.

Ao início de cada programa, o público é avisado que os negócios exibidos são realizados entre empreendedores anjos e investidores anjos reais e qualquer investimento acertado durante as apresentações são realizados com recursos próprios dos “tubarões”. A seleção de empresas que irão participar do programa é realizada pela equipe de produção do programa e baseia-se em critérios técnicos de potencial de atratividade daquele negócio para os investidores e características do empreendedor que podem chamar a atenção do público e dos “tubarões”.

Inicialmente foram codificados os dados de 163 *business pitches* em uma planilha utilizando o aplicativo *Excel*: episódio, nome da empresa, setor de atuação, sexo dos empreendedores, local dos empreendimentos, se está operando (fase operacional ou pré-operacional), *dummy* de sucesso, *dummy fit*, valor solicitado pelos empreendedores, % controle ofertado, *post money valuation*, aporte fechado, % controle fechado, *valuation* fechado, *post Money* fechado, desconto no *valuation*.

Foram excluídas quatro empresas pois, os valores do faturamento do ano anterior não foram informados de forma clara e concisa. Adicionalmente, mais uma empresa foi excluída da amostra, pois o negócio proposto pelos empreendedores foi de participação em *royalties* e não o investimento direto em participação acionária.

Dessa forma, o estudo contou com 158 *business pitches* representando 1.106 observações, mostrados no Apêndice A. Os dados foram processados no *software* Stata/IC, versão 16.0. Para verificação e correção de *outliers*, as variáveis não *dummy* do modelo ($Valuation_i$, $Controle_i$, $\ln Aporte_i$ e $Desconto_{valuation_i}$) receberam o tratamento de *winsorização* a 1%.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 PERFIL DA AMOSTRA E ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Antes da realização dos estudos econométricos realizou-se a estatística descritiva de todas as variáveis, bem como a análise de Correlação de *Spearman* para verificação de indícios de multicolineariedade.

A Tabela 3 mostra o perfil da amostra. Aproximadamente 39% dos 158 *business pitches* analisados obtiveram sucesso em fechar uma negociação com os investidores anjo, o que totaliza 62 sucessos. Pode-se afirmar que a maioria dos empreendimentos foi liderada por homens (71%), participantes dos segmentos de tecidos, vestuários e calçados, ou de produtos diversos e alimentos (43%), e com um perfil de faturamento no último ano inferior a R\$250 mil (63%), sendo que 44 deles sequer tinham algum faturamento.

TABELA 3: PERFIL DA AMOSTRA

		n	%
Sucesso	Sim	62	39
	Não	96	61
Sexo	Masculino	112	71
	Feminino	46	29
Setor de atuação	Tecidos, Vestuário e Calçados	27	17
	Produtos Diversos	22	14
	Alimentos	19	12
	Programas e Serviços	13	8
	Restaurante e Similares	9	6
	Equipamentos médicos	7	4
	Utensílios Domésticos	7	4
	Serviços Diversos	5	4
	Cervejas e Refrigerantes	4	3
	Outros	45	28
Faturamento do último ano	Zero	44	28
	De 1 a 250 mil	55	35
	Entre 251 e 500 mil	10	6
	Entre 501 e 750 mil	16	10
	Entre 751 e 1.250 mil	12	8
	Entre 1.251 e 2.500 mil	14	9
Acima de 2.500 mil	7	4	

Fonte: Dados da pesquisa.

Já segundo a Tabela 4, o *valuation* negociado ficou, na média, 20 vezes o faturamento do ano anterior, que por sua vez, girou em torno de R\$624 mil. Empresas pré-operacionais ou negócios ainda na fase conceitual apresentaram faturamento igual a zero. Em média, 68% das negociações avaliadas apresentaram aderência entre o segmento de atuação do negócio e de algum dos investidores anjos.

O controle negociado variou de 4% até 60%, com uma média de 25%. Já o aporte de investimento demandado, na média, foi em R\$462 mil, alcançando um máximo de R\$7,5 milhões. O desconto no *valuation* demandado pelos investidores anjos ficou em 15%, na média, podendo variar entre um desconto de 86% até um prêmio de 29%.

TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variáveis	Média	Desvio padrão	Mínimo	25%	50%	75%	Máximo
<i>Sucesso</i>	0,4	0,5	0	0	0	1	1
<i>Valuation</i>	17,2	59,9	0	0	3,0	10,4	511,1
<i>Fit</i>	2,1	1,8	0	0	2	4	5
<i>Controle</i>	25,5%	14,2%	5%	15%	25%	33%	60%
<i>Aporte</i>	432	418	40	200	300	500	2.750
<i>Desconto valuation</i>	15,0%	24,4%	-20,0%	0%	0%	30,3%	79,2%

Fonte: Dados da pesquisa.

Valores negativos na variável *Descontovaluation* ocorrem quando, ao invés de um desconto, a negociação com os investidores gera um prêmio entre o valuation inicialmente pedido pelo empreendedor e o que finalmente é ofertado pelos investidores.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Na Tabela 5, é apresentada a análise de correção de Spearman das variáveis do estudo:

TABELA 5: ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

	Valuation	Fit	Controle	Aporte	Desconto valuation
<i>Valuation</i>	1				
<i>Fit</i>	-0,0035	1			
<i>Controle</i>	-0,2585***	0,0383	1		
<i>Aporte</i>	0,0521	-0,0300	-0,0243	1	
<i>Desconto valuation</i>	-0,1902**	0,0650	0,4492***	-0,0758	1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Os símbolos ***, ** e * indicam que a correlação é significativa aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Buscando por indícios de multicolinearidade, observou-se que somente a relação entre as variáveis *Controle* e *Desconto valuation* apresentaram um coeficiente mais elevado (0,4492).

4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO LOGÍSTICA

A Tabela 6 demonstra os resultados da regressão logística a partir das equações (1) e (2). A análise demonstrou que as variáveis *Controle* ($\beta = 7,099$; p -valor = 0,009) e *Desconto valuation* ($\beta = 18,893$; p -valor = 0,000) são estatisticamente significantes a nível de confiança de 99%. Ou seja, a hipótese (H_3) – quanto maior o percentual de controle adquirido pelos investidores anjos, maior o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos foi suportada. Assim como a hipótese (H_5) – a obtenção de desconto no *valuation* afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos. Em outras palavras, estes fatores contribuem para o sucesso de uma negociação de captação de recursos entre investidores anjos e empreendedores de *startups*.

TABELA 6: ANÁLISE DE REGRESSÃO LOGÍSTICA SOBRE O SUCESSO NA NEGOCIAÇÃO COM INVESTIDORES ANJO

Variáveis	Hipóteses	Coeficiente	Sucesso		
			Erro padrão	t-valor	p-valor
<i>Valuation</i>	H ₁	-0,012	0,0007159	-1,25	0,213
<i>Fit</i>	H ₂	-0,092	0,0464229	-0,52	0,606

Controle	H ₃	7,099*	0,1640802	2,62	0,009
Aporte	H ₄	0,018	0,0000286	0,04	0,966
Desconto <i>valuation</i>	H ₅	18,893*	0,1874366	4,46	0,000
<i>Observações</i>		158			
<i>Pseudo R²</i>		0,662			

*p-valor <0,01;

Fonte: Dados da pesquisa.

Já as hipóteses (H₁) – o *valuation* da *startup* afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos; (H₂) – o alinhamento entre o setor de atuação dos empreendedores e dos investidores anjos afeta de forma positiva o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos; e a hipótese (H₄) – o valor do aporte financeiro a ser investido pelos investidores anjos afeta de forma negativa o sucesso da captação de recursos entre os empreendedores de *startups* e os investidores anjos – não foram suportadas. Ou seja, esses três fatores não contribuem para o sucesso da negociação.

A Tabela 7 apresenta o resumo geral entre os resultados esperados e encontrados no estudo.

TABELA 7: RESUMO DOS RESULTADOS ESPERADOS E ENCONTRADOS

Variáveis	Hipótese	Resultados esperados	Resultados encontrados	
<i>Valuation</i>	H ₁	(-)	Não significativo	Não suportada
<i>Fit</i>	H ₂	(+)	Não significativo	Não suportada
Controle	H ₃	(+)	(+)*	Suportada
<i>Aporte</i>	H ₄	(-)	Não significativo	Não suportada
<i>Desconto valuation</i>	H ₅	(+)	(+)*	Suportada

Fonte: Elaborado pelo autor.

Capítulo 5

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As evidências deste estudo mostram que dois fatores –controle adquirido pelos investidores anjos e obtenção de desconto no *valuation* – contribuem para o sucesso de uma captação de recursos entre as empresas em *early-stage* e os investidores anjo no Brasil.

Quanto ao controle adquirido pelos investidores anjos, o estudo corrobora os achados de Cable e Shane (1997) e De Clercq *et al.* (2006). Adquirir uma porção relevante do negócio em troca do investimento é importante para os investidores anjos para aumentar a participação o máximo possível nos lucros futuros gerados pelo negócio. Também é relevante para direcionar as ações e estratégias adotadas pelos empreendedores de *startups*. Essa preocupação em maximizar a capacidade de controle objetiva reduzir o risco dos investidores anjos, por meio de um retorno mais rápido do capital investido (via lucros futuros ou valorização do negócio), ou por maior controle.

Por outro lado, o investimento anjo é, *a priori*, a primeira parte de um processo maior de fomento e crescimento de um negócio. Portanto, existe um limite superior até onde é interessante os investidores anjos assumirem o controle de um empreendimento. Uma participação muito pequena dos empreendedores de *startups* pode desincentivá-los a investir e a dedicar tempo e trabalho o que, em última análise, coloca em risco o crescimento e até a sobrevivência do negócio. É importante notar que, na maior parte dos casos, não é de interesse dos investidores anjos, assumir a parte operacional do negócio.

Quanto à obtenção de desconto no *valuation* das *startups* negociadas, este resultado indica que os investidores anjos são atraídos pela possibilidade de um “desconto”, como em uma negociação comercial usual. Portanto, para os empreendedores de *startups* buscando ter sucesso em uma negociação com investidores anjos, é importante considerar na sua estratégia de determinação do *valuation*, algum percentual de “gordura”, uma folga, para ser usada como argumento de venda no processo de negociação. Este achado é consistente com Heughebaert e Manigart (2012), demonstrando que a lógica do “poder de barganha” deve ser considerada para que um empreendedor aumente suas chances de sucesso em uma negociação com investidores anjo.

Já as variáveis *valuation* das *startups*, o alinhamento entre o setor de atuação dos investidores anjos e dos empreendedores e o valor do aporte financeiro a ser investido não afetam o sucesso de captação de recursos entre esses atores sociais. Pode-se associar o resultado no tocante ao alinhamento entre os setores de atuação ao fato de o sucesso da negociação muitas vezes não estar limitada à ocorrência de experiências anteriores naquele segmento por parte dos investidores anjo. Como esses investidores não fazem parte da estrutura executiva, não é necessário que eles sejam *expert* nos segmentos dos negócios onde aportam recursos. Esse papel é delegado aos empreendedores e seus funcionários.

Adicionalmente, o valor do aporte financeiro a ser investido não se apresentar como significativo denota que essa não é uma das variáveis da negociação de maior relevância aos olhos do investidor. Se um negócio se mostrar promissor e interessante o suficiente, não deverá faltar capital a ser aplicado por potenciais investidores.

Capítulo 6

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo contribui com um estudo quantitativo empírico para a literatura de finanças corporativas ao mostrar dois fatores – controle adquirido pelos investidores anjos e obtenção de desconto no *valuation* – que podem contribuir para o sucesso de uma captação de recursos entre as empresas em *early-stage* e os investidores anjo no Brasil. Ao fazer isto, este trabalho espera contribuir para *business pitches* e negociações mais assertivos entre esses atores sociais ao orientar os empreendedores que pretendem acelerar seus negócios por meio da captação de capital de risco, ajudando-os a entender os fatores que contribuem no sucesso neste tipo de negociação. Do outro lado da mesa, ajuda também os investidores anjos, que podem ser apresentados a oportunidades mais qualificadas, de alguma forma, reduzindo o seu risco, aumentando e diversificando seu portfólio de investimentos.

Esta pesquisa apresenta algumas limitações. Como a coleta de dados ocorreu por meio da análise de um *reality show*, algumas restrições e edições do vídeo que de fato foi ao ar, podem ter suprimido algumas informações sobre a negociação ocorrida entre empreendedores e investidores. A determinação da variável de alinhamento entre o setor de atuação dos investidores anjos e dos empreendedores de *startups* é resultado da interpretação do pesquisador acerca das experiências anteriores dos investidores que fazem parte da bancada, o que pode ter excluído aderência dos investidores com alguns setores da economia.

Para estudos futuros sugere-se novas pesquisas para avaliar o nível de sucesso/sobrevivência dos negócios suportados por investidores anjos e se os níveis

de retorno previstos nos *business pitches* foram de fato realizados. Também sugere pesquisas para avaliar o nível de satisfação dos empreendedores de *startups* com os investidores anjo, apontando os fatores de sucesso para uma parceria bem-sucedida.

REFERÊNCIAS

- Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools rush in? The institutional context of industry creation. *Academy of Management Review*, 19(4), 645-670.
- Aguiar, N. C. (2016). Elementos da tomada de decisão de investimento em uma startup.
- Amorim, R. A.; Sarfati, G. (2018). Os Critérios de Investimento Utilizados pelos Investidores Anjo no Brasil. *REMIPE – Revista de Micro e Pequenas Empresas e Empreendedorismo da Fatec Osasco*, 4(1), 4-31.
- Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185-203.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Bird, B., & Schjoedt, L. (2017). Entrepreneurial behavior: Its nature, scope, recent research, and agenda for future research. In *Revisiting the entrepreneurial mind* (pp. 379-409). Springer, Cham.
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., & Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of corporate finance*, 58, 329-352.
- Cable, D. M., & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22(1), 142-176.
- Chen, X. P., Yao, X., & Kotha, S. (2009). Entrepreneur passion and preparedness in business plan presentations: a persuasion analysis of venture capitalists' funding decisions. *Academy of Management journal*, 52(1), 199-214.
- Clark, C. (2008). The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions. *Venture Capital*, 10(3), 257-279.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. (2006). An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- Delmar, F. & Shane, S. (2004). Legitimizing first: Organizing activities and the survival of new ventures. *Journal of Business Venturing*, 19, 385–410.
- Gatev, E., Goetzmann, W. N., & Rouwenhorst, K. G. (2006). Pairs trading: Performance of a relative-value arbitrage rule. *The Review of Financial Studies*, 19(3), 797-827.

- Gompers, P., & Lerner, J. (2000). Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity *valuation*. *Journal of financial economics*, 55(2), 281-325.
- Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.
- Hall, J., & Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture *evaluation*. *Journal of Business Venturing*, 8(1), 25-42.
- Hellmann, T., Schure, P., & Vo, D. H. (2021). Angels and venture capitalists: Substitutes or complements?. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 454-478.
- Heughebaert, A., & Manigart, S. (2012). Firm valuation in venture capital financing rounds: the role of investor bargaining power. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 500-530.
- Kelly, P. (2007). Business angel research: The road traveled and the journey ahead. *Teoksessa: Handbook of research on venture capital, toim. Hans Landström*, 315–331.
- Köhn, A. (2018). The determinants of startup *valuation* in the venture capital context: a systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 68(1), 3-36.
- Lucey, B. M., & Dowling, M. (2005). The role of feelings in investor decision-making. *Journal of economic surveys*, 19(2), 211-237.
- Machado, F. G. (2018). *O que motiva investidores anjo a investirem em startups*. Enangrad, 2018, São Paulo.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.
- Maxwell, A.L., Jeffrey, S.A., & Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26, 212–225.
- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup *valuation* by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, 14(2-3), 151-174.
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
- O'Connor, E. (2002). Storied business: Typology, intertextuality, and traffic in entrepreneurial narrative. *The Journal of Business Communication*, 39(1), 36-54.
- OCDE. Organisation for Economic Cooperation and Development, (2011), *Financing High Growth Firms: The Role of Angel Investors*, Paris: OECD

- Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital, 9*(2), 107-125.
- Petty, J. S., & Gruber, M. (2011). "In pursuit of the real deal": A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing, 26*(2), 172-188.
- Pollack, J. M., Rutherford, M. W., & Nagy, B. G. (2012). Preparedness and cognitive legitimacy as antecedents of new venture funding in televised *business pitches*. *Entrepreneurship Theory and Practice, 36*(5), 915-939.
- Ruhuka, J. C., & Young, J. E. (1987). A venture capital model of the development process for new ventures. *Journal of Business Venturing, 2*(2), 167-184.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics, 27*(2), 473-521.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing, 11*(6), 439-469.
- Sievers, S., Mokwa, C. F., & Keienburg, G. (2013). The relevance of financial versus non-financial information for the *valuation* of venture capital-backed firms. *European Accounting Review, 22*(3), 467-511.
- Titman, S., & Martin, J. D. (2009). Avaliação de projetos e investimentos. Bookman Editora.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science, 30*(9), 1051-1066.
- Van Werven, R., Bouwmeester, O., & Cornelissen, J. P. (2015). The power of arguments: How entrepreneurs convince stakeholders of the legitimate distinctiveness of their ventures. *Journal of Business Venturing, 30*(4), 616-631.
- Vos, E., Yeh, A. J. Y., Carter, S., & Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. *Journal of Banking & Finance, 31*(9), 2648-2672.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D. (1998). A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process?. *Journal of Business Venturing, 13*(1), 57-76.
- Zimmerman, M. A., & Zeitz, G. J. (2002). Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management Review, 27*(3), 414-431.

ANEXOS

APÊNDICE 1: QUADRO DE CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS NEGOCIADAS NA B3

Setor econômico	Subsetor	Segmento
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, refino e distribuição
		Equipamentos e serviços
Materiais Básicos	Mineração	Minerais metálicos
	Siderurgia e Metalurgia	Siderurgia
		Artefatos de ferro e aço
		Artefatos de cobre
	Químicos	Petroquímicos
		Fertilizantes e defensivos
		Químicos diversos
Madeira e Papel	Madeira	
	Papel e celulose	
Embalagens	Embalagens	
Materiais Diversos	Materiais diversos	
Bens Industriais	Construção e Engenharia	Produtos para construção
		Construção pesada
		Engenharia consultiva
		Serviços diversos
	Material de Transporte	Material aeronáutico e de defesa
		Material rodoviário
	Máquinas e Equipamentos	Motores, compressores e outros
		Máquinas e equipamentos industriais
		Máquinas e equipamentos construção e agrícolas
		Armas e munições
	Transporte	Transporte aéreo
		Transporte ferroviário
		Transporte hidroviário
Transporte rodoviário		
Exploração de rodovias		
Serviços de apoio e armazenagem		
Serviços Diversos	Serviços diversos	
Comércio	Material de transporte	
Consumo não Cíclico	Agropecuária	Agricultura
	Alimentos Processados	Açúcar e álcool
		Carnes e derivados
		Alimentos diversos
	Bebidas	Cervejas e refrigerantes
	Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	Produtos de uso pessoal
Produtos de limpeza		
Comércio e Distribuição	Alimentos	
Consumo Cíclico	Construção Civil	Incorporações
	Tecidos, Vestuário e Calçados	Fios e tecidos
		Vestuário
		Calçados
		Acessórios
	Utilidades Domésticas	Eletrodomésticos
Móveis		
Utensílios domésticos		

Setor econômico	Subsetor	Segmento
	Automóveis e Motocicletas	Automóveis e motocicletas
	Hotéis e Restaurantes	Hotelaria
		Restaurante e similares
	Viagens e Lazer	Bicicletas
		Brinquedos e jogos
		Produção de eventos e shows
		Viagens e turismo
		Atividades esportivas
	Diversos	Serviços educacionais
		Aluguel de carros
		Programas de fidelização
	Comércio	Tecidos, vestuário e calçados
		Eletrodomésticos
Produtos diversos		
Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	Medicamentos e outros produtos
	Serviços Médico - Hospitalares,	Serviços médico - hospitalares,
	Análises e Diagnósticos	Análises e diagnósticos
	Equipamentos	Equipamentos médicos
	Comércio e Distribuição	Medicamentos e outros produtos
Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	Computadores e equipamentos
	Programas e Serviços	Programas e serviços
Comunicações	Telecomunicações	Telecomunicações
	Mídia	Produção e difusão de filmes e programas
		Publicidade e propaganda
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Energia elétrica
	Água e Saneamento	Água e saneamento
	Gás	Gás
Financeiro	Intermediários Financeiros	Bancos
		Soc. Crédito e financiamento
		Soc. Arrendamento mercantil
	Securitizadoras de Recebíveis	Securitizadoras de recebíveis
	Serviços Financeiros Diversos	Gestão de recursos e investimentos
Serviços financeiros diversos		
Previdência e Seguros	Seguradoras	
	Corretoras de seguros	
Financeiro	Exploração de Imóveis	Exploração de imóveis
		Intermediação imobiliária
	Holdings Diversificadas	Holdings diversificadas
Outros	Outros	Outros

Fonte: Adaptado pelo autor a partir do site http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/.