

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

NIKOLAS CRAMER AGUIAR

**ELEMENTOS DA TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO
EM UMA STARTUP**

Porto Alegre

2016

NIKOLAS CRAMER AGUIAR

**ELEMENTOS DA TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO
EM UMA STARTUP**

Trabalho de conclusão de curso de graduação, apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Profa. Dra. Aurora Carneiro Zen

Porto Alegre

2016

NIKOLAS CRAMER AGUIAR

**ELEMENTOS DA TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO
EM UMA STARTUP**

Trabalho de conclusão de curso de graduação, apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Aurora Carneiro Zen

Conceito final:
Aprovado em: de de 2016.

BANCA EXAMINADORA

Prof.

Orientadora - Profa. Aurora Carneiro Zen

AGRADECIMENTOS

Sempre foi quase que um *hobbie* fazer o meu avô chorar de emoção. Por mais que para muitos as lágrimas parecessem um excesso em determinadas situações, presenciar uma pessoa que já havia vivido tanto se emocionando com banalidades da vida, para mim era algo fantástico.

Desde o começo do ano, eu planejava algum tipo de homenagem para o dia da colação de grau. A ideia era tentar uma quebra de protocolo e receber o canudo da graduação das mãos dele. Tenho certeza que essa participação em uma cerimônia como esta, de uma das melhores faculdades de administração do país, teria um significado muito especial. Quando jovem, a realidade da época o obrigara a parar os estudos na quarta série do Ensino Fundamental. Chegar aonde ele chegou era motivo de orgulho e vergonha simultaneamente, já que, apesar de ter conquistado muito na vida, ele havia abdicado de um sonho. Aos seus filhos e netos, dedicou seus esforços para garantir que estes não fossem privados de ter uma formação, assim como ele gostaria de ter tido.

O que ele nunca percebeu, e que eu só percebo agora, é que mesmo não tendo a oportunidade de ter frequentado a escola para aprender, ele nunca parou de ensinar. Acredito que muito do meu jeito de ser tenha vindo dele.

Até mesmo agora, que não está mais presente no mundo material. Com seu falecimento no último mês, me mostrou um sentimento novo, o real significado da palavra “saudade”. Também me ensinou a degustar momentos simples na companhia de quem amo, prazer esse que até faz brotar um sorriso, que quando é percebido por quem está comigo, acaba sendo incompreendido.

À minha avó Elci Cramer, que também teve que interromper os estudos, peço que se sinta tocada por estas palavras. Depois de 62 anos de casamento vocês se tornaram um só.

Aos meus parentes e amigos, peço que me perdoem e que aguardem por novas vitórias e motivos de comemoração. Vocês certamente serão lembrados nas próximas conquistas.

RESUMO

Este trabalho foi elaborado com a pretensão de identificar quais são os principais aspectos considerados na avaliação de investidores para decisão de investimento frente uma *startup*. Com o aumento significativo do número de *startups* no Brasil nos últimos anos, a demanda por recursos direcionados para o desenvolvimento dessas empresas acompanha essa tendência e também se torna crescente. A fim de atingir os objetivos definidos, foi realizada tanto uma pesquisa qualitativa como quantitativa. Na primeira, foi entrevistado um representante de uma aceleradora de porte expressivo no cenário nacional diretamente ligado a seleção de investimento, enquanto na pesquisa qualitativa, um questionário *online* foi respondido por vinte e duas pessoas ligadas a fundos de investimento anjo, aceleradoras e *venture capital*. Os resultados das pesquisas nos revelam que a credibilidade da equipe e do empreendedor, bem como uma perspectiva de retorno elevado e o grau de inovação do projeto são diferenciais que possuem maior relevância no processo de decisão de investimento. Em contra partida, foi constatado que o instinto, a opinião de outros investidores, localidade na qual o empreendimento se encontra e a preocupação de manter uma carteira diversificada em vários setores da economia possuem um poder de influencia menor nos investidores analisados nas pesquisas. Sendo assim, este trabalho busca promover o crescimento do número de investidores, do valor investido e da quantidade de empreendedores no país através do aumento do nível de conhecimento sobre o tema por parte de todos os envolvidos nas operações de crédito.

Palavras-chave: Financiamento. Startups. Aceleradora. Investidor Anjo. Venture Capital.

ABSTRACT

The objective of this work was to identify what main aspects are considered by investors in the evaluation of front-end investment decisions of startups. As the number of startups in Brazil significantly increased in recent years, the demand for resources directed to the development of these startups followed this trend and also increased. In order to achieve the objective of this work, both qualitative and quantitative research was conducted. For the former, a representative of a large accelerator on the national level directly linked to investment selections was interviewed, and for the latter, a total of twenty-two investors, from angel funds, accelerators, and venture capital companies, completed an online survey. The results of the research determined that the credibility of the team and entrepreneur, as well as a high return perspective and project innovation, are the factors that have the greatest relevance in the investment decision process. In contrast, the research revealed that the opinion of other investors, instinct, locality of the project, and the desire to maintain a diversified portfolio have less of an influence on investors. Thus, this work seeks to promote the growth of the number of investors, the amount of capital invested, and the number of entrepreneurs in the country by increasing the level of knowledge on front-end investment decisions of startups by all those involved in credit operations.

Keywords: Financing. Startups. Accelerator. Angel funds. Venture capital.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Diferenciação entre capital de risco e empréstimo bancário	11
Figura 1 – Modalidades do capital de risco	24
Figura 2 – Atributos tangíveis e Intangíveis	27
Gráfico1 – Evolução do Número de Aceleradoras no Brasil	30
Figura 3 – Fases e segmentos	32
Figura 4 – Processo de investimento da Venture Capital.....	36
Figura 5 – Elemento de análise x Autor	38
Figura 6 – Escala de atribuição de valor	43
Gráfico2 – Faixa de investimento médio	49
Gráfico 3 – Grau de escolaridade dos investidores.....	50
Gráfico 4 – Atribuição de relevância quanto à credibilidade do empreendedor ...	51
Gráfico 5 – Atribuição de relevância quanto à credibilidade da equipe	51
Gráfico 6 – Atribuição de relevância quanto ao valor a ser investido	52
Gráfico 7 – Atribuição de relevância quanto à localização do empreendimento ..	53
Gráfico 8 – Atribuição de relevância quanto a recomendações de fontes confiáveis	53
Gráfico 9 – Atribuição de relevância quanto à perspectiva de retorno elevado....	54
Gráfico 10 – Atribuição de relevância quanto à intuição	54
Gráfico 11 – Atribuição de relevância quanto à apresentação feita pelo empreendedor	55
Gráfico12 – Atribuição de relevância quanto à opinião de outros investidores	55
Gráfico13 – Atribuição de relevância quanto à diversificação da carteira de investimentos	56
Gráfico 14 – Atribuição de relevância quanto ao projeto ser inovador	56
Gráfico15 – Ranking geral da relevância dos atributos	57

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP – Associação Brasileira de *Venture Capital*

AC – Aceleradora

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento

Finep – Financiadora de Estudos e Projetos

IA – Investimento Anjo

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

VC – *Venture Capital*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	OBJETIVOS	14
1.1.1	Objetivo Geral	14
1.1.2	Objetivos Específicos	14
1.2	JUSTIFICATIVA.....	14
2	REVISÃO TEÓRICA	16
2.1	STARTUP	16
2.2	INOVAÇÃO.....	17
2.3	FONTES DE FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO	19
2.4	CAPITAL DE RISCO	22
2.5	INVESTIDORES ANJOS	25
2.5.1	Investimento anjo e o processo de seleção do investimento	26
2.6	ACELERADORAS	29
2.6.1	Aceleradora e o processo de seleção do investimento	31
2.7	VENTURE CAPITAL.....	33
2.7.1	VC e o processo de seleção do investimento	33
2.7.2	Elementos de análise na decisão de investimento	37
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	41
3.1	PESQUISA QUALITATIVA	41
3.2	PESQUISA QUANTITATIVA	42
3.3	COLETA E ORGANIZAÇÃO DOS DADOS	43
3.3.1	Coleta e organização de dados da parte qualitativa da pesquisa	43
3.3.2	Coleta e organização de dados da parte quantitativa da pesquisa ...	44
4	ANALISE DE DADOS	45
4.1	A VISÃO DE UMA ACELERADORA	45
4.1.1	Características do funcionamento da Aceleradora WOW	45
4.1.2	O processo de investimento	46
4.2	A VISÃO DOS INVESTIDORES	48
4.2.1	Perfil da Amostra	48
4.2.2	Aspectos Considerados na Decisão de Investimento	50
4.2.3	Fechamento com a análise do gráfico	57
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	58

5.1	CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO.....	58
5.2	LIMITAÇÕES E NOVOS ESTUDOS	59
	REFERÊNCIAS	60
	APÊNDICE A – Questionário aplicado	66

1 INTRODUÇÃO

O empreendedorismo rompe os padrões convencionais de estruturação das organizações ao atingir o âmbito digital em meados da década 1990, nos Estados Unidos. A possibilidade de obter lucros consideráveis, partindo de baixos investimentos com a utilização dos recursos trazidos pela Internet, impulsiona o novo modelo de empresa a chegar ao mercado brasileiro dez anos depois (GITAHY, 2011).

De acordo com Hermanson (2011), *startups* são empresas criadas recentemente ou ainda em fase de constituição, sendo assim consideradas de pequeno porte, relacionadas à pesquisa e desenvolvimento de novas ideias.

Hermanson (2011) atenta que não é necessário que essas organizações estejam ligadas diretamente a tecnologia para que se encaixem no conceito da terminologia, o que se deve ser levado em consideração é o estágio da formação do empreendimento. Nessa mesma linha, Longhi (2011) define:

Startups são pequenas empresas montadas em casa ou em faculdades e que recebem pequenos aportes de capital. Elas exploram áreas inovadoras de determinado setor (mais comumente a de tecnologia), possuindo uma aceleração de crescimento muito alta já nos primeiros meses de existência em virtude de investimentos feitos por fundos de investimento especializados (LONGHI, 2011, p.1).

Fagundes (2004) constata que, nas variadas atividades realizadas pelas *startups*, transações comerciais entre organizações, tanto fornecedoras de produtos ou de serviços, e seus clientes utilizando a Internet estão incluídas.

Gitahy (2011) adiciona, ainda, que as pessoas envolvidas com esse modelo de negócio trabalham em condições de extrema incerteza a procura de um modelo de negócios repetível e escalável, o que mantém os custos baixos e estáveis. Caso o produto ou o serviço oferecido pela *startup* tenha que sofrer adaptações de acordo com cada cliente, isso acarretaria em maiores despesas e reduziria a receita líquida.

Cabe salientar que, de maneira geral, *startups* não possuem capital próprio suficiente para custear seu desenvolvimento, a aquisição de estrutura física e os investimentos necessários para se inserir no mercado, sendo assim, acabam por recorrer a instituições de financiamento. A capacidade de calcular e minimizar os riscos envolvidos no negócio é um dos maiores desafios e ser enfrentado pelo

empreendedor. Quando o mesmo tem sucesso nessa atividade, adquire uma vantagem competitiva e o risco a ser ofertado aos investidores se torna um diferencial atrativo para angariar recursos de terceiros (SCHUMPETER, 1982).

Atualmente existem variadas fontes de captação de capital voltadas especificamente para as *startups*. Ao contrário do que possa se pensar o apetite de crédito dos bancos de varejo não prevalece nesse segmento da economia. Possivelmente, as grandes instituições financeiras apostam ainda em uma postura mais conservadora, optando por investimentos considerados mais seguros e tradicionais. Algumas linhas de crédito chegaram a ser lançadas a fim de atingir essa parcela crescente de empresas, contudo, são produtos bancários pouco personalizados e com taxas elevadas se comparadas com outras possibilidades de obtenção de financiamento. Além disso, as análises de crédito voltadas a esse tipos de empreendimento são mais complexas e exigem conhecimentos especializados na área. Corder e Salles-Filho (2006, p.37) atribuem o fato das linhas de crédito não terem uma orientação que favoreça a inovação a falta de garantias e por não haver um prazo de retorno estipulado, sendo assim “o capital de risco, por exemplo, é um mecanismo que se propõe a financiar inovação e, nesse sentido, diferencia-se dos tradicionais”.

1

Quadro 1 – Diferenciação entre capital de risco e empréstimo bancário (continua)

Capital de Risco	Empréstimo Bancário
Investimento de médio a longo prazo	Investimento de curto a longo prazo
Compromisso até a "saída". Investidor sócio, solidário ao risco.	Em princípio não há compromisso se a segurança do empréstimo estiver ameaçada.
Fornecer uma base de capital sólida e flexível para ir ao encontro aos seus planos de crescimento e desenvolvimento.	Uma fonte de financiamento útil se a empresa tiver uma autonomia financeira boa e se tiver um bom <i>cash flows</i>
Bom para o <i>cash flow</i> porque a estrutura do financiamento está adequada às necessidades da empresa.	Requer <i>cash flows</i> estáveis para pagar os juros e o reembolso de capital.
Os rendimentos do investidor dependem do crescimento e do sucesso do negócio.	Depende de a empresa cumprir o serviço da dívida e manter o valor dos ativos que servem de garantia.
Se o negócio falhar, os investidores estão no mesmo nível de outros investidores, depois dos bancos, e propensos a perder o seu investimento.	Se o negócio falhar, o financiador geralmente tem a primeira palavra sobre os ativos da empresa. Garantias reais.

Quadro 1 – Diferenciação entre capital de risco e empréstimo bancário (conclusão)

Se a empresa estiver em dificuldades, a empresa de capital de risco fará tudo para conseguir superar a (dar a volta à) má situação.	Se o negócio estiver prestes a falhar, o financiador pode liquidar o seu negócio a fim de salvar o seu investimento, e pode causar falências se tiverem sido usadas garantias pessoais.
Um verdadeiro parceiro de negócios, partilhando os riscos e as recompensas, com conselhos práticos e experiência.	A assistência disponível varia consideravelmente.

Fonte: ABCR, 2001

Em decorrência do fato das *startups* apresentarem um contexto muito específico, observa-se o surgimento de novas possibilidades de se adquirir recursos financeiros para o desenvolvimento do negócio. Luna, Moreira e Gonçalves (2008) explicam que o capital de risco abrange variados tipos de investidores, um deles é o investidor anjo, que participa na gestão dos projetos e por consequência acaba por reduzir as chances de erros e aumentar a probabilidade de retorno. Nessa modalidade de financiamento o investidor é recompensado através de uma participação minoritária na sociedade e atua como um conselheiro, influenciando nas principais decisões estratégicas da organização. Geralmente, o perfil desse tipo de agente financeiro são executivos experientes que utilizam o capital adquirido durante a carreira, bem como seus conhecimentos e *networking* para realizar aplicações com potencial de alto retorno.

Segundo o relatório apresentado pela associação Anjos do Brasil, em agosto de 2014, durante a segunda edição do Congresso de Investimento Anjo, os investidores-anjos brasileiros têm potencial para aportar R\$ 2,6 bilhões até o final deste ano. O estudo revela que, apesar do aumento de 2,3% no número de investidores com intenção de empregar seu capital em 2015, houve uma baixa significativa de 17% no valor que estão dispostos a disponibilizar às *startups* se comparado com o ano passado. Foi identificado também que 49% dos 6.450 investidores vinculados à organização não haviam realizado nenhum aporte este ano, o que é compreensível visto o cenário econômico nacional atual. O relatório conseguiu revelar ainda a aversão desses investidores atuantes à concentração de recursos e a preferência por pulverizar o risco, a maioria deles (58%) declarou realizar aportes de, no máximo, R\$ 100 mil.

É preciso levar em consideração que os investidores anjos, na maioria das vezes, realizam aportes monetários muito menores em relação às empresas de

capital de risco. Por esta razão, diversas *startups* ficam sem recursos disponíveis para entrar no mercado (MITCHELL, 2010). Esse fato aliado ao receio dos capitalistas de risco em investir, principalmente por causa da Bolha da Internet¹ nos anos 2000, gerou a ânsia por novas opções de viabilizar novos empreendimentos, para atender demanda surgiram as aceleradoras.

As aceleradoras, geralmente, são formadas por um grupo de empresários que oferecem serviço de mentoria, espaço físico, conhecimento e até sua rede de contatos a fim de auxiliar as empresas recém-criadas a se desenvolver, ainda mais que nesse período de inserção no mercado os riscos envolvidos são maiores (FISHBACK *et al.*, 2007).

Fundada em 2005, a Y Combinator foi a primeira aceleradora criada no mundo, enquanto, no Brasil, a pioneira 21212 iniciou suas atividades apenas em 2011 (MILLER; BOUND, 2011).

Para Gompers e Lerner (2001), o cenário de alto grau de incerteza, de ativos, majoritariamente, intangíveis, assimetria de informação e de mercado dinâmico é o mais indicado para que o investimento de *venture capital* aconteça. Sendo assim, surge ainda uma terceira opção interessante de financiamento em *startup*. Nessa modalidade de investimento, ocorre envolvimento direto daqueles que investem no controle e gerenciamento dos projetos financiados, geralmente, isso ocorre através da inserção destes detentores do capital no conselho dirigente da empresa (SAHLMAN, 1990).

Feita essas breves considerações a respeito dos diferentes tipos de investidores em startups, é possível perceber que investidores anjos, aceleradoras e *venture capital* são as alternativas mais indicadas para empresas recém-constituídas, que serão o foco desta monografia. Considerando cada uma destas opções de financiamento possui um olhar diferente sobre o empreendimento e privilegia características específicas antes de realizar aportes de capital este trabalho busca compreender: **Quais são as características de uma *startup* que atrai investimentos de diferentes modalidades, especificamente investidores anjos, aceleradoras e *venture capital*?**

¹ A bolha da Internet ou bolha das empresas "ponto com" foi uma bolha especulativa criada no final da década de 1990, caracterizada por uma forte alta das ações das novas empresas de tecnologia da informação e comunicação baseadas na Internet. Ao longo de 2000, ela se esvaziou rapidamente, e, já no início de 2001, muitas empresas "ponto com" já estavam em processo de venda, fusão, redução ou simplesmente quebraram e desapareceram.

1.1 OBJETIVOS

Os objetivos deste trabalho foram divididos como geral e específicos, considerando que só a partir do atingimento os segundos o primeiro será alcançado.

1.1.1 Objetivo Geral

Tenho como objetivo geral deste trabalho identificar as principais características de uma startup consideradas na avaliação de investidores para decisão de investimento.

1.1.2 Objetivos Específicos

Esse objetivo principal se desdobra em objetivos específicos, sendo eles:

- Identificar e caracterizar as alternativas de investimento disponíveis para empreendedores de *startups*.
- Avaliar os critérios para análise de crédito utilizados pelas investidores durante a avaliação da *startup*.
- Relacionar os critérios utilizados pelos investidores às características do negócios

1.2 JUSTIFICATIVA

Ao passo que há o crescimento do número de *startups* no Brasil, a necessidade de capital disponível para suportar este segmento de empresas é cada vez maior. As políticas de crédito aplicadas em negócios maduros não favorece o atingimento total da potencialidade dessas organizações emergentes. Sendo assim, tornam-se necessárias novas alternativas que fortaleçam e estimulem o empreendedorismo e a inovação.

É sabido que, se tratando investimentos financeiros, a abundância de informação favorece a tomada de decisão assertiva e auxilia a reduzir os riscos envolvidos nas operações. Por isso, a produção literária em meio acadêmico possui grande valor, já que propõe o debate determinados assuntos e estimula a

formulação de novas ideias, ou até verificações teóricas, enriquece tanto em volume quanto em qualidade o nível das informações disponíveis.

Atualmente, a maior parte do material produzido a cerca de financiamentos de *startups* tem sua origem advinda de outros países. Sendo assim, apresentam um cenário próprio, diferente do vivenciado no Brasil, tendo em vista que cada localidade possui empecilhos e fatores facilitadores específicos que influenciam na concessão de crédito.

Nesse contexto, o presente trabalho busca identificar os principais critérios analisados na concessão de crédito pelas principais modalidades de financiamento privado de *startups*. Como premissa secundária, promover o crescimento tanto do número de investidores, como também o de capital investido partir do aumento do nível de conhecimento de ambos os grupos envolvidos sobre o tema, tendo em vista as escassas informações disponíveis a respeito. Segundo o levantamento da Associação Brasileira de Startups (ABStartups), foram identificadas 4.151 empresas em estágio inicial no país ao final de dezembro de 2015, o que revela um crescimento de 18,5% nos últimos seis meses.

Esta monografia, de certa maneira, possibilita aos detentores do capital a compreensão de como atuam as outras opções de fomento ao empreendedorismo de startup, além de proporcionar a comparação das variáveis consideradas em suas análises de crédito com a de seus pares. Já para os tomadores de recursos, a contribuição aqui fornecida se dá através da tentativa de desmistificação dos processos de avaliação ao quais seus projetos e negócios são submetidos.

2 REVISÃO TEÓRICA

Para o atingimento dos objetivos, se faz necessária uma revisão a cerca dos conceitos relacionados à inovação e empreendedorismo, principais fontes de financiamento à inovação, capital de risco e aos fatores decisivos quanto à concessão de crédito por parte dos diferentes agentes financeiros.

2.1 STARTUP

De acordo com, o já citado especialista em startups, Gitahy (2011), esse tipo de organização pode ser classificada como empresas recém-criadas, ligadas diretamente à pesquisa, formulação e execução de projetos inovadores que possam ser repetíveis e escalonáveis, por consequência, as pessoas que nelas trabalham estão inseridas em condições com um alto grau de incerteza.

Blank (2006) possui uma definição semelhante à de Gitahy (2011), contudo, o primeiro acredita que é possível atingir a estabilidade, ao passo que haja uma estimativa da proporção do aumento de recursos financeiros e/ou recursos humanos que serão indispensáveis, caso a expansão deste negócio ocorra.

É uma empresa em fase embrionária, geralmente no processo de implementação e organização das suas operações. Pode não ter ainda iniciado a comercialização dos seus produtos ou serviços, mas já está a funcionar ou, pelo menos, em processo final de instalação (TABORDA, 2006, p. 6).

Ries (2011) contribui com a discussão a cerca da conceituação de uma startup estabelecendo que se trata de “uma organização (de pessoas) desenhada para criar novos produtos e serviços dentro de condições de extrema incerteza”. Essa explicação é mais abrangente do que as demais e, para ser melhor compreendida, pode ser segmentada em três aspectos:

A expressão “organização (de pessoas)” é utilizada pelo autor com o intuito de trazer a ideia que uma startup não é obrigatoriamente uma empresa, mas um grupo de pessoas que está organizado. Sendo assim, a definição trazida até então deixa de ser restrita às empresas fundadas recentemente e abrange grupos de trabalhos formados dentro de organizações, caso as outras duas características também sejam identificadas.

Ter o objetivo de criar novos produtos ou serviços é uma característica que pode ser encontrada em equipes dentro das empresas direcionadas para o desenvolvimento de novas soluções para seus clientes. Em contra partida, um setor formado para realizar uma melhoria de processo, mesmo que possam gerar inovações, não podem ser categorizados como startup.

Pelo impacto do produto ou serviço inovador ser desconhecido, é natural que a startup esteja em um ambiente de extrema incerteza. O êxito do empreendimento não pode depender exclusivamente da maneira que será executado, já são conhecidas as variáveis deste processo, esses casos não configuram uma startup.

Torres (2012) contesta a expressão “extrema” utilizada por Ries (2011) e afirma que uma startup é uma empresa que tem a finalidade de desenvolver uma solução inovadora para um problema que atinge um grupo de pessoas.

É possível verificar que as startups e o restante da maioria das empresas já se distinguem em sua fase inicial de formação. Para empresas comuns é indicado que esquematizem planos de negócios completos, com o máximo de detalhes possíveis, e, a partir de uma análise de viabilidade, se coloque em prática. Enquanto nas startups, o empreendedor tem uma ideia e procura informações no campo para mensurar o potencial de mercado que essa ideia teria (ALBERONE; CARVALHO; KICORVE, 2012).

2.2 INOVAÇÃO

É interessante iniciar o processo de revisão teórica partindo da diferenciação acerca de invenção e inovação, trazida pelo Manual Frascati. Esse estudo foi publicado em meados dos anos 60 pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e foi fundamental para estabelecer conceitos e estipular indicadores que metrificassem tanto os esforços quanto o desempenho tecnológico.

O manual define que a invenção é a criação de um processo, técnica ou produto inédito. Podendo haver artigos científicos, registro em forma de patente e até protótipos sobre tal inovação, contudo, sem sua aplicação prática. Sendo assim, a inovação seria ocasionada pela invenção quando esta transpõe o campo teórico e é colocada efetivamente em prática. O mesmo documento ainda difere a tecnologia

e técnica, onde a primeira são os conhecimentos sobre a segunda, e a técnica como o uso desses conhecimentos em produtos, processos e métodos organizacionais.

Milton Santos (2003) afirma que não há inovação sem invenção, bem como não há técnicas sem tecnologia.

Praticamente três décadas após a publicação do Manual Frascati, as contínuas pesquisas desenvolvidas pela própria OCDE resultaram na ampliação dos conceitos até então apresentados. O Manual de Oslo, além de realizar alterações conceituais, tem como premissa transferir o enfoque do monitoramento das atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D) para a análise do processo de inovação. De acordo com este novo manual, “produto tecnologicamente novo é aquele cujas características fundamentais diferem significativamente de todos os produtos previamente produzidos pela empresa”. Essa definição acaba por excluir as alterações que se restrinjam estritamente à estética e a comercialização de produtos novos que tenham sido totalmente criados por outra organização.

A natureza das atividades de inovação varia muito de empresa para empresa. Algumas empresas inserem-se em projetos de inovação bem definidos, como o desenvolvimento e a introdução de um novo produto, enquanto outras realizam primordialmente melhoramentos contínuos em seus produtos, processos e operações. Empresas de ambos os tipos podem ser inovadoras: uma inovação pode consistir na implementação de uma única mudança significativa, ou em uma série de pequenas mudanças incrementais que podem, juntas, constituir uma mudança significativa (ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, 1997, p.56).

Rogers e Shoemaker (1971) abordam a inovação como “uma ideia, uma prática ou um objeto percebido como novo pelo indivíduo”. É possível perceber que os autores não fazem relação com algum conhecimento científico prévio.

Outro aspecto que cabe salientar são os fatores que propiciam as mudanças tecnológicas. Esses estimuladores se concentram tanto nas relações de oferta e demanda como também nos custos envolvidos na produção.

Para Schmookler (1966), os consumidores e usuários, através da expressão de suas necessidades e desejos, criam demandas que impulsionam o desenvolvimento tecnológico. O mesmo autor aponta ainda para os avanços científicos que atuam da mesma maneira. Na prática, é comum observarmos a combinação desses dois aspectos promovendo o desenvolvimento da inovação.

Fransman (1986) considera que inovações dependem do surgimento de novos conhecimentos, enquanto a disseminação dessas práticas é condicionada pela demanda.

Hicks (1932) propôs que o custo produtivo impulsiona a inovação à medida que esta proporciona o aumento da produtividade e prima pelo uso eficiente dos recursos necessários à produção. Ele ainda afirma que há uma tendência de que a disponibilidade de recursos aumente em uma proporção maior do que a oferta de trabalho em função do tempo.

Apesar desses fortes aspectos favorecendo o avanço tecnológico, é sabido que a alocação de capital neste tipo de investimento e o uso eficaz do mesmo também são fortes impulsionadores do desenvolvimento. De maneira geral, a origem da verba a ser destinada para tal fim é proveniente de recursos próprios, endividamento ou aporte de capital. É compreensível que haja menos opções no mercado financeiro para subsidiar atividades ligadas a inovação tendo em vista a intangibilidade desses empreendimentos.

Hall (2002) atribui o baixo apetite de crédito das instituições financeiras, em aplicações desta modalidade, a algumas especificidades. Mais da metade dos recursos empregados em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) são destinados a pagamentos de salários de profissionais altamente qualificados, que acabam por reter os conhecimentos produzidos no decorrer das pesquisas. Dessa maneira, a evolução dos estudos desenvolvidos fica condicionada à capacidade das empresas em manter estes pesquisadores. Ainda justificando o receio do mercado financeiro temos o elevado grau de incerteza em relação aos resultados do investimento e a diferença na disposição a correr riscos dos empreendedores e investidores. A assimetria do acesso à informação intensifica a diferença do custo do capital próprio e de terceiros.

2.3 FONTES DE FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO

Para Artem (2013), é inevitável que, em algum momento da sua existência, as empresas necessitem de recursos externos para viabilizar processos de expansão, é natural recorrer a fontes de capital que não sejam próprias da organização, e saber escolher a linha de financiamento ideal para o empreendimento que se está proposto a realizar pode acarretar em ganhos competitivos e redução de custos.

Países economicamente desenvolvidos apresentam condições mais propícias à mobilização de capital, possivelmente essa seja a causa de conseguirem investir com maior intensidade e frequência em inovação (CORDEL; SALLES-FILHO, 2005).

O Manual de Oslo – OCDE (2005) exemplifica que recursos destinados à inovação podem ser provenientes do capital próprio (recursos dos proprietários), mercado de capitais (ações, debêntures, operações de *leasing*, etc.), fundos de investimentos, empréstimos bancários ou ainda linhas de crédito específicas, como as de crédito rural ou ligadas à micro e pequenas empresas.

Cordel e Salles-Filho (2006) salientam a dificuldade de canalizar recursos para a inovação em razão do alto risco e do tempo de retorno ser consideravelmente longo. O sistema monetário pode ser dividido entre *Funding* e *Finance*, onde o primeiro capta verba da poupança e destina a aplicações de longo prazo, o segundo é um fundo rotativo, sem relação com a caderneta de poupança e específico para investimentos de curto prazo (CORDEL; SALLES-FILHO, 2006).

Carpenter e Petersen (2002a) consideram a incertezas de retorno, a assimetria de informações entre os gerentes da organização e os potenciais investidores, e o baixo nível de garantias ofertadas como os principais motivos que afastam o mercado de capitais dos investimentos em tecnologia. Acrescentam, ainda, que países com mercados maduros de capital de risco e de ações possuem uma vantagem comparativa na produção de bens de alta tecnologia e que a própria natureza do financiamento, avessa ao risco, não favorece estes tipos de investimentos.

Empresas recém-iniciadas não possuem um histórico de pagamento disponível ou balanços contábeis sólidos, nos quais os bancos poderiam fundamentar suas decisões de concessão de linhas de crédito, o que pode ser visto como um fator que torna o empréstimo demasiadamente arriscado para estas instituições (COLOMBO; DELMASTRO, 2002).

Chorev e Anderson (2006) agregam ainda a esta questão da credibilidade dissertando sobre dificuldade de mensurar a real aplicabilidade e o potencial de mercado de novos produtos, visto que, muitas vezes, envolvem tecnologias que ainda estão em fase de desenvolvimento.

Empreendimentos e projetos de melhoria em organizações já existentes podem receber recursos tanto do mercado de capitais como do mercado de crédito,

para qualquer das opções de fonte de recurso, o investidor analisará os custos inerentes, prazos e o retorno esperado (LUNA; MOREIRA; GONÇALVES, 2008).

Agentes credores e tomadores de moeda são inerentes ao mercado financeiro, e conhecer o funcionamento desse sistema é algo fundamental para que se tenham ações assertivas, principalmente pela parte a qual está investindo. Análises que contemplem a liquidez, vencimento e o mercado ao qual o ativo se insere são essências, antes da aquisição do mesmo, para que haja efetivamente o acréscimo patrimonial, contudo, não existem garantias reais de que isso acontecerá de fato (LEMES JR; CHEROBIM; RIGO, 2010).

Em decorrência disso, existem investidores institucionais – sociedades seguradoras ou de capitalização, fundos de pensão, clubes de investimentos em ações e entidades de previdência privada – que atuam como intermediários financeiros gerenciando recursos de modo que sejam executados aportes monetários diversificados, pulverizando o risco em investimentos específicos (CORDEL; SALLES-FILHO, 2006).

Cordel e Salles-Filho (2006) atribuem à inexistência de garantias em várias oportunidades inovadoras em contraposição as exigências das mesmas pelos detentores do capital como o principal entrave do financiamento à inovação. Esse fato prejudica diretamente as empresas em fase de concepção e/ou com desejo de inovar, posto que se torna escassa a oferta de verba a ser alocada em projetos vinculados à inovação. Em contraste, temos grupos econômicos e multinacionais capazes de barganhar condições de financiamento junto aos agentes financeiros.

No Brasil, onde o mercado de capitais ainda está em desenvolvimento, essa situação é agravada, visto que, de maneira geral, a cultura do investidor brasileiro é conservadora. Frente a esse cenário, os empresários são impelidos a recorrer aos recursos públicos ofertados, por exemplo, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), ambos com linhas de crédito específicas para este tipo de financiamento (LUNA; MOREIRA; GONÇALVES, 2008).

Como acabamos de ver, o poder público possui meios de favorecer a inovação. Em contra partida, é interessante perceber como o governo também pode desestimular o investimento de risco elevado através de políticas monetárias, a captação de recursos para o tesouro nacional pela emissão de títulos públicos com

taxas de juros mais atrativas é uma dessas ferramentas (CORDER; SALLES-FILHO, 2006).

Artem (2013) alerta que as opções de financiamento ligadas à inovação estão diretamente relacionadas com as políticas públicas adotadas, podendo se tornar escassas, à proporção essas desfavoreçam a modalidade de investimento.

Outra alternativa que surge para a promoção de inovação são os fundos de capital de risco. Nesses casos, os lucros oriundos da inovação posta em prática pelo empresário são distribuídos entre os cotistas que empregaram seu capital no projeto. “Além disso, a participação dos capitalistas de risco nas tomadas de decisões estratégicas do empreendimento é uma maneira de reduzir o risco financeiro e tecnológico” (LUNA *et al.*, 2008, p. 234).

2.4 CAPITAL DE RISCO

Para Gomper (1994), o capitalismo de risco teve início no final do século XIX e começo do século XX, a partir dos investimentos em alta tecnologia realizados pelas famílias ricas norte-americanas que procuravam aplicações que lhes proporcionasse uma maior rentabilidade.

Kortum e Lerner (2000, p.676) conceituam o capital de risco como “investimento ligado a jovens empresas privadas, onde o investidor é um intermediário financeiro que normalmente é um diretor ativo, um assessor, ou até mesmo um gerente da empresa”. Em outras palavras, o detentor da ideia é o empreendedor, mas esse necessita de suporte financeiro externo para viabilizar o negócio, ou plano de expansão, então o capital de risco surge como uma solução.

Conceitualmente os capitalistas de risco são aqueles que tomam riscos mais altos em vistas de aumentarem as chances de obter maiores lucros (RAMALHO, 2010; KORTUM; LERNER, 2000; GOMPERS, 1994).

Segundo Melo (2009), existem diversas fontes de moeda para o financiamento à inovação como a emissão de ações e títulos financeiros ou empréstimos bancários. Entretanto, o capital de risco é considerado um dos fatores determinantes para o surgimento da inovação (OECD, 2005).

As organizações capazes de receber esse tipo de aporte financeiro já possuem uma posição definida e consolidada no mercado e vislumbram implementar melhorias que possibilitem ganhos de competitividade. Ramalho (2010)

ressalta que a realidade enfrentada pelas *startups* é completamente diferente, já que não possuem um histórico financeiro ou bens para serem usados como garantia, portanto, concretizar projetos ou protótipos inovadores sem uma variada gama de opções de financiamento se torna uma árdua tarefa.

Meireles, Pimenta-Júnior e Rebelatto (2008) defendem o capital de risco como um investimento interessante justamente pela não exigência de garantias reais ou recompensas em forma de juros pelo capital utilizado, em um financiamento de longo prazo.

Landström (2007) define o capital de risco da seguinte maneira:

[...] forma específica de financiamento industrial (de forma mais ampla, uma parte de um mercado de capitais, de base privada) em que os investimentos são feitos por instituições, empresas e indivíduos ricos em empreendimentos que não são cotados em um mercado de ações, e que tem potencial para crescer e tornar-se jogadores importantes no mercado internacional (LANDSTRÖM, 2007, p. 5).

Já Meirelles *et al* (2008) estabelece como:

[...] segmentos do mercado financeiro que constituem fundamentalmente em aporte temporário de capital, realizado por um fundo de *venture capital/private equity*, por meio de participação no capital de empresas com potencial de crescimento e expectativa de grande valorização (MEIRELLES *et al.*, 2008, p. 13).

Ribeiro (2005), que também realiza essa diferenciação no capital de risco, “direcionados para empresas em estágio inicial de seu desenvolvimento, além de apresentarem uma participação mais ativa dos gestores do fundo de VC nas empresas investidas” (RIBEIRO, 2005, p. 137).

Enquanto Carvalho *et al.* (2006) explica que a expressão “*private equity*” é “comumente utilizado como sinônimo de investimentos em empresas amadurecidas, sem que isso necessariamente implique em menor envolvimento do gestor” (CARVALHO *et al.*, 2006, p.135).

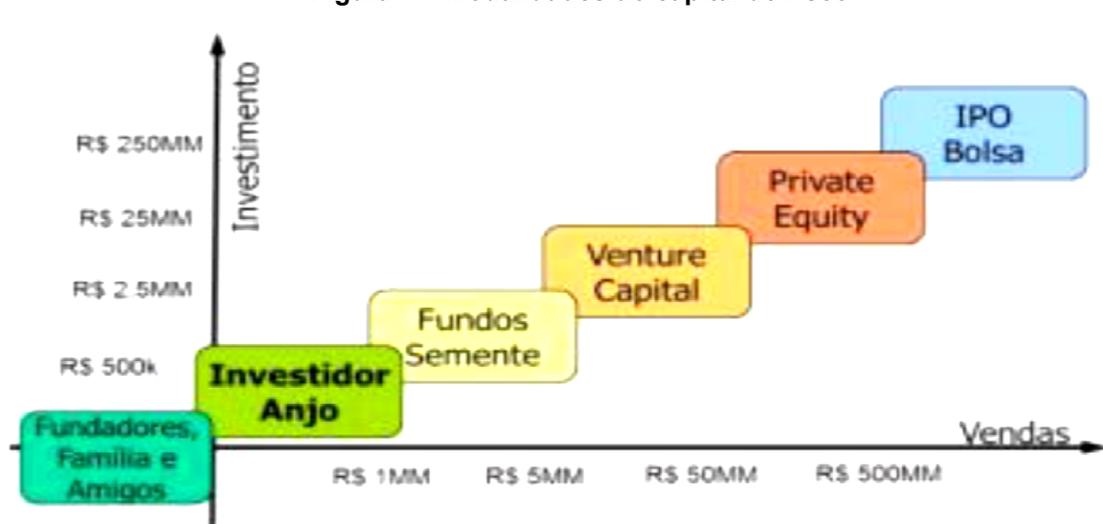
Um estudo realizado por Neves e Neves (2003) traz algumas sugestões de como o mercado brasileiro de capital de risco poderia ser estimulado, o que seria uma alternativa de financiamento. O pesquisador acredita que, apesar do alto risco envolvido, os investidores se sentiriam atraídos se houvesse uma estratégia de saída. Um mercado de capitais forte e de boa liquidez, apto para absorver novos ativos, é um fator determinante para a expansão desse mercado. Adicionalmente,

reduzir taxas de juros reais, que diminuem a taxa de desconto praticada nas avaliações de projetos, a fim de captar recursos oriundos da poupança privada. Como medidas complementares, fomentar o investimento através do fundo de pensão, ou isenção tributária do investidor primário.

O trabalho de Rezende e Nogueira (2003) apontou que a atividade de *venture capital* era muito insipiente no Brasil, essa frente foi estimulada, principalmente, pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), bem como a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

É possível subdividir o capital de risco em seis segmentos: fundadores, família e amigos, investimento anjo, *seed capital*, *venture capital*, *private equity* e IPO. Cada uma dessas subdivisões de financiamento possui uma melhor adequação de acordo com o estágio de desenvolvimento da empresa. A figura 1 demonstra como se dá a combinação, lembrando que o enfoque pretendido por este trabalho está nas modalidades de financiamento direcionadas às empresas fundadas recentemente.

Figura 1 – Modalidades do capital de risco



Fonte: Spina (2013)

Spina (2013) estabelece que os investidores anjos brasileiros, habitualmente, investem individualmente até em torno de R\$ 400 mil, já quando atuam em grupos chegam a aplicar cerca de R\$ 1 milhão.

O modelo gráfico nos permite compreender a participação do capital de risco durante toda a existência da organização. Investidores Anjos e *Seed Capital* e

Venture Capital realizam investimentos de menor porte em empresas que estão em estágio de formação, ao passo que, para empreendimentos já bem estabelecidos, que muitas vezes ambicionam a abertura de capital em bolsa de valores (IPO), a opção de financiamento de *Private Equity* é a mais condizente com suas necessidades. Sendo assim, considerando os fatos até então elencados, é cabível destacar que o capital de risco é uma ferramenta estimuladora da economia, inovação e competitividade (CHEROBIM *et al.*, 2011).

2.5 INVESTIDORES ANJOS

De acordo com Furtado (2008), o interesse do investidor anjo reside na possibilidade do modelo de negócio se tornar escalável e apresentar potencial para um crescimento expressivo num curto espaço de tempo.

No sistema capitalista moderno existe a figura do investidor especializado. São pessoas físicas *experts* na detecção de boas oportunidades de negócio, quando estas ainda estão no nascedouro. São chamados por um nome lúdico: investidor anjo – ou *angel investor*, em inglês. O pequeno empreendedor pode atraí-lo, dando início ao venture capital (ou capital de risco) (FURTADO, 2008, p. 28).

O investidor anjo, além de realizar aportes financeiros, pode contribuir com o desenvolvimento da empresa utilizando suas experiências de gestão e sua rede de relacionamento, o que aumenta consideravelmente a probabilidade de sucesso do empreendimento (SPINA, 2012). O mesmo autor traz a etimologia da expressão que se origina nos financiamentos de produções teatrais da Broadway realizados por investidores que assumiam o risco em troca de participação direta nos lucros e auxiliavam na execução das peças.

Na definição de Dornelas (2008 p.165), “o *angel*, ou investidor pessoa física, é um capitalista de risco que possui dinheiro e busca alternativas para obter melhor rentabilidade para esse dinheiro”.

Os investidores anjos preenchem lacunas de mercados em ascensão, empregando não só recursos monetários, bem como intelectuais (DORNELAS, 2008).

Bolson (2005) ressalta que as atividades dos investidores anjos são motivadas pela esperança de lucros operacionais de curto prazo e na expectativa de

valorização da organização caso haja a aquisição da mesma por parte de outra companhia de maior porte.

2.5.1 Investimento anjo e o processo de seleção do investimento

A quantidade restrita de informações a cerca dos aspectos valorizados pelos investidores anjos na análise de possíveis empreendimentos serviu de motivação para os Mason e Harrison (2002) realizarem uma pesquisa a fim de compreender melhor este processo. Desde estudo, se originou uma serie de atributos considerados fundamentais pelos entrevistados, conforme a seguinte listagem:

- Credibilidade da equipe e/ou empreendedor;
- Valor do aporte necessário;
- Localização de negócio;
- Recomendação de fonte confiável;
- Perspectiva de retorno elevado;
- Sentimento Intuição / instinto;
- Disponibilidade de *smart money*;
- Apresentação do projeto pelo empreendedor;
- Consulta a partir de um grupo de investidores anjos;
- Diversificação da carteira de investimento anjo;
- Projetos inovadores e;
- Oportunidade para se relacionar com outros investidores.

Para Brush, Eldeman e Manolova (2012), a tomada de decisão por parte dos investidores anjos se da por um processo diferenciado dos demais dotado de variáveis próprias deste tipo de financiamento, tais critérios são: aspectos relacionados à estrutura financeira e comportamental da equipe, grau de maturidade e desenvolvimento da empresa. É notável que foram elencadas características tanto tangíveis (objetivos) quanto intangíveis (subjetivos), sendo assim é possível agrupar os atributos apontados por Mason e Harrison entre tangíveis e intangíveis.

Figura 2 – Atributos tangíveis e Intangíveis

ATRIBUTOS	ASPECTOS
Valor do aporte necessário	Tangível
Localização de negócio	Tangível
Perspectiva de retorno elevado	Tangível
Apresentação do projeto pelo empreendedor	Tangível
Diversificação da carteira	Tangível
Projetos Inovadores	Tangível
Credibilidade da equipe e/ou empreendedor	Intangível
Recomendação de fonte confiável	Intangível
Sentimento Intuição / instinto	Intangível
Disponibilidade de <i>smart money</i>	Intangível
Consulta a partir de um grupo de investidores anjos	Intangível
<i>Network</i> com outros investidores	Intangível

Fonte: Adaptado de Mason e Harrison (2002)

O mesmo trio de autores constataram que os fatores intangíveis são capazes de atenuar o grau de incerteza daquele que investe. O fato de se acreditar ter como sócio um empreendedor o qual saiba lidar com adversidades sem perder o entusiasmo, o que é vital para o sucesso do negócio, transmite confiança ao investidor, ao passo que habilidades sócias como saber ouvir e ter autocrítica são importantes para que se mantenha uma boa relação entre ambas às partes.

Kerr, Lerner e Schoar (2014) salientam que investidores anjos, quando agem individualmente, não possuem um padrão, ou seja, existe um desprendimento frente a etapas ou critérios a serem seguidos e formalização de processos. Essa postura é proporcionalmente abandona à medida que os grupos de investidores anjos são mais numerosos e seus formatos tendem a se aproximar dos fundos de investimentos.

De acordo com Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), estudar o processo decisório de investidores anjos proporciona o enriquecimento do conhecimento da decisão processada, visto que o surgimento recorrente de oportunidades de negócios proporciona a possibilidade dos investidores a praticar e aprimorar a eficiência de suas próprias decisões. Proporcionalmente a esse aumento da eficácia analítica, é uma tendência que o número de empreendimentos recebendo este tipo de injeção de capital financeiro e intelectual também cresça devido a maior propensão de empresários e *angels* a se envolverem nesta modalidade de financiamento (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Brush, Eldeman e Manolova (2012) ainda discorrem sobre as diferenças de percepção do empreendedor e do investidor anjo que podem ser divergentes. Na maioria dessas situações, o empresário acredita que sua organização necessita de aportes de capital de terceiros e que está preparada para atender as exigências dos investidores ou até mesmo do mercado, enquanto o julgamento de potenciais investidores discorda desta opinião, o que ocasiona na rejeição do projeto.

Em geral, os investidores de risco, se comparados aos investidores anjos, são mais criteriosos na fase da triagem inicial dos projetos, avaliando rigorosamente e formalmente diversas variáveis pré-definidas no processo de seleção das empresas (OSNABRUGGE, 2000).

Degennaro (2010) considera que, ao comparar com outras possibilidades de investimentos, os investidores anjos são os agentes financiadores mais propícios a valorizar novas ideias e inovações viáveis, o que torna esta categoria de financiamento um meio fundamental para que se desenvolvam projetos inovadores.

Para Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010), os investidores anjos se baseiam muito na confiança antes de investirem e primam pelo bom relacionamento com o empreendedor. Os mesmos autores afirmam que as redes de contato, bem como a boa reputação no mercado são as principais ferramentas para futuras negociações e favorecem a inserção em grupos compostos por outros investidores anjos.

Teybee e Bruno (1984) enfatizam a análise que é feita, nos processos de triagem, em relação a quantidade de capital demandada pelo projeto, tecnologia e setor de mercado o qual a *startup* atua, localização geográfica e o estágio de desenvolvimento da organização que receberá do financiamento. Os mesmos autores vinculam a aprovação ou rejeição dos projetos a percepção de risco e de retorno por parte dos investidores.

Tidd, Bessant e Pavitt (2008, p. 32) esclarecem que “existe uma preferência pela inovação incremental¹ devido aos maiores ganhos cumulativos de eficiência e tendo em vista que essa inovação é de longo prazo”. Dessa forma, os riscos são reduzidos e o investimento é diluído em um período maior de tempo, não sendo

¹ Schumpeter conceitua que, “inovações radicais provocam grandes mudanças no mundo, enquanto inovações “incrementais” preenchem continuamente o processo de mudança” (MANUAL DE OSLO, 1997, p.32).

necessário um grande volume de capital concentrado em um curto prazo para se obter um novo serviço ou produto.

2.6 ACELERADORAS

Miller e Bound (2011) vinculam o aparecimento das aceleradoras à grande variação do custo inicial de abertura de um empreendimento. Com a redução da necessidade de capital demandada pela criação de uma startup, efetuar investimentos de menor porte se tornou uma possibilidade viável.

As aceleradoras surgem nesse contexto para dar suporte aos negócios recém formados. A primeira aceleradora no mundo foi fundada em 2005 na cidade de Boston (EUA) é chamada de Y Combinator (MILLER; BOUND, 2011).

Segundo Altman (2005), a Y Combinator participou em mais de 940 projetos de startups desde sua criação até agosto de 2015.

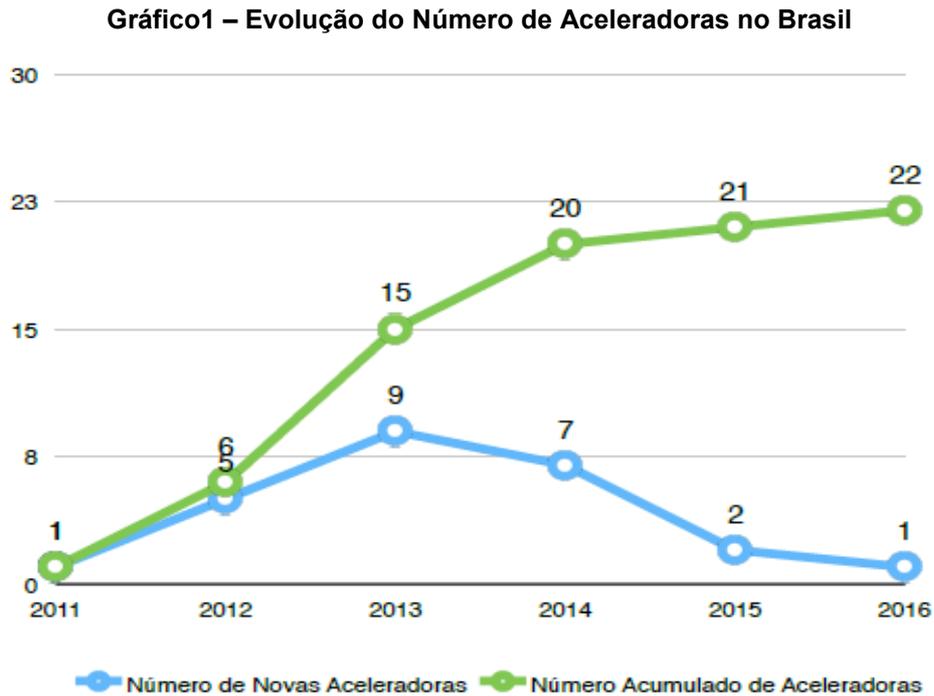
De acordo com Miller e Bound (2011), para uma organização ser caracterizada como aceleradora ela deve atender aos cinco itens listados:

- O processo de seleção de projetos deve ser aberto e que estimule a competição entre os candidatos;
- Oferecimento de capital em troca de participação acionária;
- Direcionamento voltado para pequenos grupos e não para o indivíduo;
- Disponibilizar suporte e programas de mentoria por tempo determinado;
- Foco não nas empresas individualmente, mas sim em um grupo delas;

De acordo com a conceituação de Miller e Bound (2011), a 21212 é a primeira aceleradora brasileira e iniciou suas atividades em 2011 com sede no Rio de Janeiro. Até o ano de 2015, a aceleradora carioca foi responsável pela aceleração de 42 *startups*, atualmente, prioriza trabalhar com empreendimentos que já foram acelerados (21212, 2015).

A Aceleradora.net criada por Yuri Gitahy em 2008 não tinha suas atenções direcionadas aos grupos de empresas. Já a Startup Farm, fundada em 2011, não estabelecia um prazo máximo de investimento. Sendo assim, pela definição de Miller e Bound (2011), estas duas organizações não são consideradas como aceleradoras.

Contudo, é a partir do ano de 2013, que o número de aceleradoras apresenta um crescimento expressivo no Brasil. É possível atribuir parte desse aumento ao programa de aceleração de *startups* desenvolvido pelo Governo Federal chamado de Programa Start-Up Brasil. O gráfico abaixo apresenta a evolução do número de aceleradoras no país:



Fonte: (ABRAIL, 2016; Start-Up Brasil, 2016; Startupi,2016)

A definição de Cohen e Rochberg (2014) ratifica os preceitos defendidos por Miller e Bound (2011), já que os autores concordam quanto à necessidade da delimitação do período de tempo do investimento, bem como do oferecimento de serviços de mentoria e do foco das aceleradoras não estarem voltado a empresas individuais e sim grupos de organizações. Em contrapartida, a abordagem de Cohen e Rochberg (2014) se distancia de Miller e Bound (2011), ao passo que não considera o aporte financeiro como característico de uma aceleradora.

Com similaridades a conceituação de Miller e Bound (2011), a definição feita pelo Programa Start-Up Brasil (2012) consiste em pessoas jurídicas com o propósito de auxiliar empresas em estágio inicial e projetos de empreendedores principalmente nos momentos de:

- Selecionar, a partir dos princípios de competitividade, projeto, processos e serviços, quais as *startups* que serão financiadas;
- Início de investimento de capital;
- Prestar suporte, por tempo previamente acordado, referente a questões jurídicas, mercadológicas e técnicas que envolvem o empreendimento;
- Aproximar potenciais clientes e investidores de empreendedores e empresas recém-constituídas;

Uma aceleradora é formada a partir de um grupo de pessoas, na maioria dos casos são empresários com boa experiência profissional, que oferecem orientação, serviços secundários de apoio ao negócio, estrutura física e se utilizam de sua rede de contatos para auxiliar no desenvolvimento de organizações que estão em fases iniciais e, portanto, enfrentam um período de maior risco (FISHBACK *et al.*, 2007).

Mitchell (2010) salienta o crescimento do número de startups inscritas em programas de aceleração em busca de receber instruções antes de entrarem no mercado ou de como atingir melhores taxas de crescimento.

Enquanto Fehder e Hochberg (2014) constatam que, em cidades nas quais foram fundadas aceleradoras, houve um acréscimo do capital de risco ofertado.

2.6.1 Aceleradora e o processo de seleção do investimento

Smith e Hannigan (2015) realizaram um estudo no qual são comparados os desenvolvimentos entre empresas que foram aceleradas e organizações que receberam suporte de investidores-anjo e concluíram que, frequentemente, o impacto produzido pelas aceleradoras antecipa, em maior proporção, tanto novos aportes de recursos externos, como também o processo de aquisição (ou o abandono do negócio).

Existe uma carência de produção acadêmica em torno das aceleradoras e de seus processos de análise de investimento. Por essa razão, o modelo de tomada de

decisão estratégica, proposto por Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976), pode auxiliar na verificação que aqui é pretendida. Os autores inferem que a decisão é o compromisso com a ação, já o processo de tomada da decisão é composto por um agrupamento de ações e aspectos dinâmicos que iniciam a partir da identificação de um motivo para se agir e terminam com a escolha de uma determinada ação.

O modelo de Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976) é composto por três etapas principais que se subdividem em sete segmentos que são explicitados na figura 3 a baixo:

Figura 3 – Fases e segmentos

Fases centrais	Rotinas	
Identificação	Reconhecimento da decisão	Oportunidades, problemas e crises são reconhecidos e evocam atividade de decidir.
	Diagnóstico	Coleta de informações relevantes para clarificar e definir o problema.
Desenvolvimento	Busca	Busca de soluções existentes prontas para solução do problema.
	Design	Soluções prontas são identificadas e modificadas ou novas soluções são desenvolvidas para solucionar o problema.
Seleção	Exame	Quando muitas soluções prontas são encontradas as alternativas aparentemente mais viáveis são selecionadas para mais profunda avaliação.
	Avaliação-escolha	Escolha da alternativa por meio de processo de análise e julgamento ou processo de barganha entre os tomadores de decisão.
	Autorização	Quando o tomador de decisão não tem autoridade para dar compromisso a organização com a decisão escolhida a mesma tem de ser ratificada por alguém em nível hierárquico mais alto.

Fonte: Adaptado de Mintzberg, Raisinghani e Theoret (1976)

A primeira fase, a da Identificação, se desdobra no reconhecimento da decisão e no diagnóstico. Essa é a etapa de ter entendimento sobre os fatores que motivam uma tomada de decisão, sejam eles problemas, crises ou oportunidades.

O estágio de Desenvolvimento é considerado o momento crucial para a tomada de decisão assertiva. Encontrar uma ou mais maneiras de solucionar a questão em pauta ocorre após a compressão de quais medidas serão necessárias para atingir tal objetivo. A Seleção, última etapa do processo, é destinada para se examinar, avaliar a escolha e obter autorização para a execução da mesma. É possível que a fase de Desenvolvimento origine mais de uma decisão que poderão demandar etapas de Seleção próprias para cada.

2.7 VENTURE CAPITAL

O termo “venture capital” abrange diversas categorias de financiamentos os quais possuem a comum característica do investidor assumir uma posição na estrutura acionária da companhia. De acordo com Figueiredo (2002), em todas estas modalidades o risco de perda total do capital empregado é considerável.

Kaplan (2000a) ressalta que todas as características da operação, avaliação da companhia, definições quanto à estrutura do investimento, especificidades contratuais e qualquer outra eventual questão, são estabelecidas através de uma negociação entre os tomadores de capital (a companhia e seus acionistas) e os provedores de capital (os investidores financeiros).

O envolvimento direto dos investidores no controle e gerenciamento dos empreendimentos que estão sendo financiados, normalmente integrando o conselho da empresa (SAHLMAN, 1990).

As atenções dos venture capital em *startups* são voltadas para pequenas e médias empresas as quais possuem um enorme potencial para crescimento acelerado e expansão. As empresas que apresentarem e forem aceitas pelos investidores recebem, além do aporte financeiro necessário, instruções gerenciais que visam estimular o atingimento das metas estabelecidas.

Gompers e Lerner (2001) acreditam que o ambiente de alto grau de incerteza, com ativos de maioria intangíveis, assimetria de informação e de mercado dinâmico é o mais propício para que ocorra o investimento de *venture capital*.

2.7.1 VC e o processo de seleção do investimento

Barbierato (2001) estabelece duas condições básicas e necessárias para que esse tipo de investimento seja realmente efetuado, sendo elas: a) a empresa deve atingir “*break-even point*” do capital investido, dentro dos dois primeiros anos de operação; b) a venture capital tem preferência por investimentos nos quais o empreendedor está disposto a abrir mão 50% ou mais do controle da empresa.

Barbierato (2001) ainda afirma que as decisões de investimentos das venture capital respeitam um rigoroso processo de triagem dos projetos de investimento fundamentado em quatro etapas:

- a) A *start-up* deve apresentar um plano de negócio simplificado junto ao fundo: nesse quesito, levam vantagem projetos que sejam ligados a e-commerce¹ e e-business². Também é avaliado o perfil dos empreendedores, além do nível de experiência e de conhecimento que os mesmos irão agregar na operação.
- b) Um plano de negócio detalhado que deve ser entregue segundo um documento padrão enviado pela companhia de venture capital: É o momento em que são analisados os números fornecidos pelos empresários, as formas de faturamento, projeções futuras e outras condições do projeto.
- c) Empreendedores são entrevistados pelas venture capital: Os critérios de avaliação nessa etapa, ao contrário das demais, possuem um caráter de maior subjetividade, ligados diretamente ao quanto os empreendedores conseguem transmitir confiança e convencer os seus potenciais investidores a aprovar o projeto. Todos os indicadores financeiros são revistos, assim como o conceito de negócio e condições de mercado ao qual o empreendimento está inserido, após esse procedimento já é possível mensurar quanto a venture capital está disposta a investir.
- d) Nessa fase final a ideal é apresentada para um comitê de investidores: Além de realizar aportes de capital próprio, as venture capitals procuram captar recursos de outros investidores, na maioria das vezes, companhias de capital de risco maiores.

Bruno e Tyebjee (1983) discorrem sobre o processo decisório deste tipo de aplicação e associam o resultado dessa tarefa com uma relação de fatores positivos e negativos, o que acaba por atrelar a aprovação de um projeto de investimento a condições favoráveis de mercado.

Em contra posição, McMillian et al. (1985) defende que a capacidade dos gestores na condução de empreendimentos seria o fator principal observado no julgamento dos investidores. Conforme o estudo do pesquisador, os detentores do capital acreditam que essa habilidade gerencial é capaz de garantir o crescimento

¹ E-commerce está diretamente ligado ao comércio eletrônico, envolve qualquer tipo de atividades comerciais via Internet.

² E-business não está, obrigatoriamente, relacionado a transações comerciais, é um negócio eletrônico, uma negociação feita on line,

do empreendimento, enquanto o sucesso do mesmo dependeria a da aceitação do produto no mercado e sua proteção quanto à entrada de concorrentes.

É necessário ressaltar que existem estudos os quais desaprovam os modelos utilizados por Bruno e Tyebjee e McMillian, pois neles é desconsiderada a triagem de seleção amplamente praticada pelos fundos de *venture*.

Fried e Hisrich (1994a) interessados em explorar a maneira que ocorrem as análises de negócio pré-investimento, realizaram um estudo sobre o tema revelando três aspectos centrais nessa tomada de decisão, que são:

- Atratividade da indústria e viabilidade do projeto;
- Experiência e a capacidade de liderança da gerência;
- Possibilidade de altos retornos e de saída do investimento.

Esses critérios se relacionam e fundamentam a aprovação ou a recusa de empreendimentos, havendo uma variação de relevância entre eles dependendo do estágio de desenvolvimento que se encontra a empresa em questão.

Para Silva e Bueno (2002), a estrutura do investimento privado é passível de ser dividida em quatro segmentos: risco e retorno, provisão para a motivação dos fundadores e funcionários chave, governança corporativa que respeite os direitos dos proprietários e possibilidades de liquidação.

Pesquisas desenvolvidas tanto por Grossman e Hart (1986), como por Hart e Moore (1990), demonstram que o grau de dificuldade de se obter recursos externos é aumentado e se torna uma tarefa mais onerosa para o empresário quando a assimetria de informações prejudica a mensuração de metas e a medição de *performance*.

Em situações as quais inexistem assimetria de informações, os entraves ao acesso de linhas de financiamento seria transpostos (McMILLAN *et al.*, 1985). Devido aos constantes avanços das análises técnicas, especialistas financeiros, cada vez mais, são capazes de superar esse problema, contudo, a disponibilidade de dados concisos continua a ser um diferencial no pleito de crédito.

Hisrich e Jankowicz (1990) abordam a perspectiva da avaliação de investimentos de risco sobre três fundamentos: o conceito, gerenciamento, retorno.

O conceito do negócio seria composto pelo potencial para crescimento dos lucros, a ideia do negócio, a vantagem competitiva em comparação aos seus

concorrentes e pelo capital inicial, que deve ser coerente com o retorno a ser oferecido. Os gerentes precisam apresentar habilidades empreendedoras, capacidade de liderança e, de preferência, experiência em gerenciamento. Por fim, os retornos derivam da oportunidade de saída, potencial para alta taxa interna de retorno, em torno de 30% a 70%, e do potencial para retornos absolutos também altos.

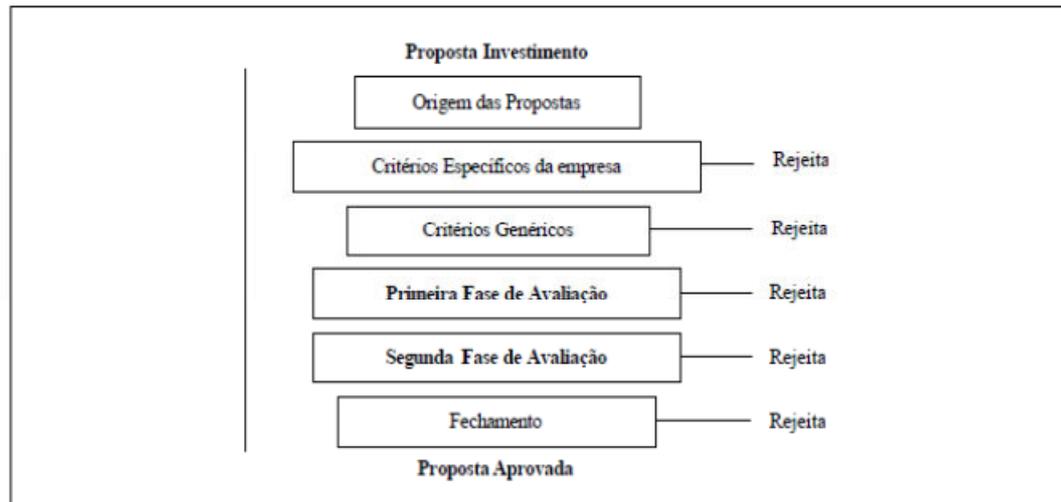
Segundo Dornelas (2000), em um primeiro momento, os investidores de risco frente a uma oportunidade buscam por quatro aspectos: equipe de gestão qualificada; plano de negócio bem estruturado; mercado alvo em ascensão e expressivo; e uma ideia realmente inovadora. Quando o investimento realmente é concretizado, os capitalistas voltam suas atenções para o monitoramento das decisões estratégicas e das finanças da empresa. O anteriormente referido autor ainda salienta que, muitas vezes, o acompanhamento é realizado de maneira ativa, proporcionando aos gerentes do negócio interações com consultores, advogados, banqueiros ou até mesmo outros gerentes.

O trabalho de Teybee e Bruno (1984) identificou um processo de investimento de *Venture Capital*, o modelo foi estruturado em cinco etapas:

- 1) *Deal origination* – início do processo, onde os projetos começam a ser considerados como uma opção de investimento;
- 2) *Screening* – delimitação das variáveis centrais que serão consideradas na formulação das perspectivas futuras;
- 3) *Evaluation* – avaliação de risco e do lucro esperado e tomada de decisão quanto ao investimento;
- 4) *Deal structuring* – negociação do valor da operação e dos acordos que estabelecem os riscos do investidor;
- 5) *Post investimento activities* - suporte para o negócio recrutar executivos-chave, no planejamento estratégico e auxílio em transações como fusão, aquisição ou oferta pública;

Fried e Hisrich (1994a) esquematizam o processo de decisão do investimento, o qual acreditam ser segmentado em seis etapas e possuir uma duração média de três meses. Estes estágios podem ser apresentados através da Figura 4.

Figura 4 – Processo de investimento da Venture Capital



Fonte: Fried e Hisrich (1994a, p.31)

A fase de origem é destinada para a coleta de informações e referências a cerca da organização que está se candidatando a receber o aporte de capital. Empresas de capital de risco são seletivas quanto ao setor a ser investido, necessidade de recursos a ser investido, localização e estágio de desenvolvimento do empreendimento. O segundo momento filtra as propostas que não se enquadram nestas exigências. A terceira etapa serve de complemento a anterior e visa analisar mais detalhadamente do plano de negócio. Na primeira fase de avaliação, reuniões entre as partes interessadas ocorrem. Passando para a segunda fase, são determinados os obstáculos ao investimento e as maneiras de solucionar estas questões. Os detalhes da estrutura da operação e a negociação dos documentos legais acontecem na última fase do processo.

A fragilidade desse sistema analítico da *venture capital* reside na alta subjetividade de permeia o procedimento e que é originada pelo grau de incerteza do mercado, aliada com a escassez de dados e a assimetria de informações.

2.7.2 Elementos de análise na decisão de investimento

Durante esta revisão teórica foi possível perceber que, muitas vezes, os aspectos considerados pré-investimento são similares entre os autores independentemente da modalidade de financiamento que está analisando o empreendimento.

Figura 5 – Elemento de análise x Autor

Elemento	Autor
• Credibilidade da equipe e/ou empreendedor	Eldeman e Manolova (2012) Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010) Barbierato (2001) Fried e Hisrich (1994a) McMillian et al. (1985)
• Valor do aporte necessário	Brush, Eldeman e Manolova (2012)
• Recomendação de fonte confiável	Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010)
• Perspectiva de retorno elevado	Tidd, Bessant e Pavitt (2008) Figueiredo (2002) Barbierato (2001) Fried e Hisrich (1994a)
• Sentimento intuição-instinto	Kerr, Lerner e Schoar (2014) Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011)
• Apresentação do projeto pelo empreendedor	Barbierato (2001)
• Consulta e Oportunidade de se relacionar com mais de investidores	Kerr, Lerner e Schoar (2014) Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011)
• Projetos inovadores	Degennaro (2010) Tidd, Bessant e Pavitt (2008)
• Localização	Teybee e Bruno (1984)

Fonte: Elaborado pelo autor

Sobre a questão da credibilidade do empreendedor e de sua equipe, Eldeman e Manolova (2012) discorrem sobre o processo de tomada de decisão dos investidores anjos, o comportamento da equipe é citado como um dos influenciadores.

Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010) defendem a importância de se confiar no empreendedor para o sucesso do negócio, bem como, que a reputação do empresário facilita novas transações no futuro e atrai aportes de outros investidores. Barbierato (2001), apesar de afirmar que as análises das venture capitals frente às *startups* são fundamentadas em etapas, também assume que a habilidade do empreendedor de transmitir confiança e conquistar os detentores do capital faz parte do processo.

Para McMillian *et al.* (1985) o principal aspecto levado em consideração por parte de quem analisa o investimento, é a habilidade do gestor coordenar o empreendimento, sendo isso determinante para a expansão do mesmo caso o produto ou serviço seja aceito no mercado e consiga competir com os concorrentes.

Seguindo essa mesma linha, o estudo de Fried e Hisrich (1994a) classificam a capacidade de liderança da gerência e experiência como variáveis primordiais durante a análise do investimento.

Brush, Eldeman e Manolova (2012) abordam o valor do aporte de capital ao estabelecer que a estruturação financeira demanda pelo projeto é um dos três pilares que sustentam a análise do investimento.

Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010) comentam o quanto obter recomendações confiáveis através da rede de contatos é um grande diferencial, ainda mais quando se trata de uma análise de investimento anjo.

A pesquisa de Fried e Hisrich (1994a) traz que a expectativa de altos retornos e a facilidade de deixar o investimento compõem a lista de aspectos centrais considerados pré-investimento. análises de negócio pré-investimento. As duas premissas básicas de Barbierato (2001) para que o investimento aconteça são que os lucros surjam a partir término do segundo ano de operação e que, preferencialmente, o empreendedor esteja inclinado vender metade, ou mais, do controle da empresa. Retornos elevados são sinônimos de riscos elevados, Figueiredo (2002), lembra que a possibilidade de perder todo o capital empregado não deve ser desprezada. Tidd, Bessant e Pavitt (2008, p. 32) ressalta a preferência em aplicações de longo prazo onde os riscos e o volume de capital são dissolvidos em um maior espaço de tempo.

A intuição do investidor é analisada pelo estudo realizado por Kerr, Lerner e Schoar (2014) que conclui que investidores anjos, quando atuam por conta, não possuem um padrão de análise de investimento.

Essa falta de critérios uniformes frente a um empreendimento desaparece, na medida que, as aplicações envolvem um maior número de IAs e as avaliações tendem a se tornar mais similares as realizadas pelos fundos de investimentos (KERR; LERNER; SCHOAR, 2014).

Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), ainda que indiretamente, também comentam sobre como a intuição permeia o processo decisório ao inferir que o aparecimento frequente de oportunidades de investimento proporciona aos investidores a possibilidade de aperfeiçoar e desenvolver habilidades analíticas.

Quanto ao elemento da apresentação do projeto pelo empreendedor, Barbierato (2001) reforça que as apresentações do projeto pelo empreendedor podem ser determinantes para a aprovação final. A tese de Barbierato (2001) traz ainda que é necessária uma apresentação de um plano de negócio simples, que, caso chame atenção dos investidores, deverá ser detalhada em outra oportunidade. Ainda Barbierato (2001) estabelece que uma boa apresentação para o comitê de investidores, na fase final, é um dos fatores que pode impulsionar esse grupo a buscar a captação recursos em outras companhias de risco.

Sobre a oportunidade de se relacionar e poder consultar outros investidores, tanto Kerr, Lerner e Schoar (2014) quanto Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) discorrem sobre este ponto, onde o primeiro grupo de autores ressalta como a interação entre os investidores altera de maneira significativa a metodologia da análise de investimento. Kerr, Lerner e Schoar (2014) estabelecem a relação de que à medida que o número IAs aumenta, o processo analítico de tomada de decisão se torna mais padronizado e criterioso.

Enquanto Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) exaltam os benefícios do investimento em conjunto, já que nestes casos existe uma troca de conhecimentos entre os aplicadores, o que aprimora a eficiência e as habilidades de análise de todos os envolvidos na operação.

O trabalho de Tidd, Bessant e Pavitt (2008, p. 32), que enfoca projetos inovadores, explica “que inovações de longo prazo, que oferecem benefícios cumulativos de eficiência, são vistas com “melhores olhos” pelos investidores”.

Degennaro (2010) ratifica essa preferência, ao constatar que inovações capazes de serem colocadas em prática tendem a receber maiores aportes de capital de investidores anjos quando comparadas com outras oportunidades de investimento.

Teybee e Bruno (1984) estudam o processo decisório dos IAs e chamam a atenção para a questão do posicionamento geográfico no qual se encontra a organização. Para autores, a localidade, segmento de mercado, volume de capital a ser investido e o momento vivido pela empresa, são os aspectos mais relevantes que os investidores anjos observam. Ainda Teybee e Bruno (1984) atribuem a rejeição e o aceite dos financiamentos à capacidade de mensurar o risco e o retorno esperado. Como estratégia de mitigar riscos, muitos investidores se preocupam em alocar seu capital em variados nichos mercadológicos, assim não dependem exclusivamente do sucesso de um setor da economia.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta sessão serão explorados os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa que fundamenta a presente monografia e proporciona o atingimento dos objetivos, tanto do geral quanto dos específicos, conforme foram definidos anteriormente. A pesquisa aqui proposta foi executada em duas fases, a qual a primeira possui um caráter qualitativo, e a segunda um caráter quantitativo.

3.1 PESQUISA QUALITATIVA

Nesse primeiro momento, foi realizada uma entrevista com um dos responsáveis pela prospecção e seleção de projetos na aceleradora gaúcha WOW Aceleradora. Maiores informações sobre o entrevistado e sobre a organização em questão serão fornecidas futuramente neste trabalho, porém é possível adiantar que o perfil deste profissional atende as necessidades demandadas pela pesquisa por ter contato direto com o processo de decisão de investimento de uma aceleradora expressiva no ecossistema empreendedor. Para a coleta destes dados, foi confeccionado um roteiro de pesquisa semiestruturado já confrontado algumas informações advindas do endereço eletrônico da aceleradora e as lacunas de conhecimento que precisavam ser preenchidas. Creswell (2010) aconselha expor abertamente os meios de coleta de dados aos respondentes e ainda, posteriormente, nas análises feitas pelo pesquisador. Atendendo a essa orientação de Creswell (2010), seguem as perguntas que orientaram a entrevista:

- Como acontece o processo de prospecção de projetos?
- Como ocorre a seleção do projeto?
- Como é feito o acompanhamento do projeto?
- Qual é o perfil dos investidores em geral?
- Existe algo em comum observado nos projetos de sucesso?

Cabe salientar que, através das relações humanas, a pesquisa qualitativa busca compreender as variáveis que promovem o fenômeno em estudo indo além da análise estatística. “Pela sua subjetividade, empirismo e por ser afetado pelo

estado emocional do entrevistador esse método é passível de muitas críticas” (MINAYO, 2001, p.14).

Goldenberg (1997) acrescenta que:

A pesquisa qualitativa não se preocupa com representatividade numérica, mas, sim com o aprofundamento da compreensão de um grupo social, de uma organização, etc... Os pesquisadores que adotam a abordagem qualitativa opõem-se ao pressuposto que defende um modelo único de pesquisa para todas as ciências, já que as ciências sociais têm sua especificidade, o que pressupõe uma metodologia própria. Assim, os pesquisadores qualitativos recusam o modelo positivista aplicado aos estudos da vida social, uma vez que o pesquisador não pode fazer julgamentos nem permitir que seus preconceitos e crenças contaminem a pesquisa (GOLDENBERG, 1997, p.34).

Em complemento a esta observação, a entrevista é capaz de fornecer dados empíricos de extremo valor a uma pesquisa de campo, não sendo apenas um simples diálogo entre o entrevistador e o candidato (CORBETTA, 2003; EISENHARDT, 2007).

3.2 PESQUISA QUANTITATIVA

Segundo Richardson (1989), a pesquisa quantitativa é caracterizada pela presença da quantificação tanto pela coleta de dados, quanto pela análise estatística destas informações, a precisão e resultados com mínimas distorções são os norteadores deste método. A partir da obtenção de respostas, passíveis de serem quantizáveis, é possível comprovar ou não os fenômenos que estão sendo analisados. Richardson (1989) ainda salienta que estudos de campo quantitativos, na maioria das vezes, são utilizados quando o pesquisador visa verificar e entender como se relacionam determinadas variáveis.

Para Diehl (2004), existem tipo de pesquisas qualitativas onde as de correlação de variáveis ou descritivas têm por objetivo comprovar e entender a relação dos fatores observados, as de estudos comparativos causais tomam como base os efeitos ocasionados para então procurar suas origens, já os estudos experimentais são destinados aos testes de hipóteses.

Desde modo, visando atingir os objetivos propostos, será utilizado um roteiro estruturado, conforme Apêndice A. O questionário é dividido em duas seções distintas, na qual a primeira, possui a função de identificar o perfil do investidor que

está respondendo. A segunda parte da pesquisa é destinada a mensuração de opiniões e impressões pessoais e por esta razão está alinhado com as premissas definidas por Likert. As escalas de Likert proporcionam a capacidade de medir o quanto o indivíduo concorda ou discorda com uma determinada afirmativa a qual está sendo avaliada (COOPER; SCHINDLER, 2003).

As perguntas estão diretamente ligadas aos aspectos relevantes para a decisão do investimento. Para a confecção desse questionário, alguns dos principais fatores citados pelos autores foram transformados em afirmações às quais deveriam ser avaliadas quanto sua importância no decorrer do processo de análise. Essa metrificação deverá ser mensurada através da atribuição de uma nota, a qual pode variar entre um a cinco, conforme escala representada na Figura 6.

Figura 6 – Escala de atribuição de valor

1. Discordo Totalmente	2. Discordo Parcialmente	3. Não concordo nem discordo	4. Concordo Parcialmente	5. Concordo Totalmente
---------------------------	-----------------------------	---------------------------------	-----------------------------	---------------------------

Fonte: Adaptado pelo autor

Quanto mais próximo de um, menos esse atributo influencia na escolha do empreendimento a ser financiado por parte do investidor. O oposto ocorre com aquelas características que recebem maior nota, portanto são essenciais para a definição do parecer final.

Richardson (1985) salienta que a análise quantitativa não atrapalha a pesquisa qualitativa. As duas linhas de verificação podem atuar de maneira complementar, resultando no enriquecimento dos resultados obtidos.

3.3 COLETA E ORGANIZAÇÃO DOS DADOS

3.3.1 Coleta e organização de dados da parte qualitativa da pesquisa

A entrevista ocorreu no início do mês de junho de acordo com a disponibilidade do entrevistado. O mesmo respondeu a pesquisa através da utilização do Skype em uma conversa que teve duração aproximada de trinta

minutos. Para que a análise seja feita de maneira plena, a entrevista foi gravada e, posteriormente, transcrita. Os trechos mais relevantes dessa conversa serão reproduzidos no item 4 referente a análise dos dados.

O entrevistado foi selecionado visto que está inserido no cenário do empreendedorismo ao trabalhar em uma aceleradora de porte e expressividade nacional especificamente com a prospecção de projetos, processo de análise desses possíveis investimentos e até no acompanhamento do desenvolvimento de algumas *startups*.

3.3.2 Coleta e organização de dados da parte quantitativa da pesquisa

Para a aplicação da pesquisa foi criado um formulário online através da plataforma do Google (Google Forms). Os potenciais investidores em *startups* que estariam habilitados a responder o questionário foram identificados através de diversas buscas na Internet relacionadas ao tema em questão. Este esforço resultou na listagem de diversas instituições bem como de seus respectivos *e-mails* de contato (Apêndice B).

Durante o mês de maio foram encaminhados correios eletrônicos aos possíveis participantes deste estudo, à medida que esses surgiam através de indicações de pessoas do ramo. Ao total, foram respondidos 22 questionários.

Para organizar as informações coletadas foi confeccionado um quadro comparativo entre as modalidades de financiamento a *startups* e as respostas obtidas. Os dados também serão transformados em gráficos e tabelas do Excel para uma melhor análise.

Gressler (2004) acredita que tabular as informações colhidas facilita a constatação de similaridades, diferenças e de quaisquer outras relações entre as variáveis analisadas, o que possibilita um melhor entendimento dos resultados obtidos. Desta maneira, será possível observar claramente tanto pontos semelhantes como características divergentes no processo decisório dos agentes financeiros.

4 ANÁLISE DE DADOS

4.1 A VISÃO DE UMA ACELERADORA

A entrevista realizada com um representante da aceleradora WOW foi a primeira parte da pesquisa deste trabalho. O objetivo principal da conversa foi tentar identificar aspectos e características relacionados à prospecção/seleção de projetos, como ocorre o acompanhamento destes investimentos e informações quanto ao perfil dos investidores.

Os dados aqui obtidos foram analisados de maneira conjunta com a segunda etapa da pesquisa, a qual será especificada a seguir na seção 4.2.

4.1.1 Características do funcionamento da Aceleradora WOW

A WOW Aceleradora tem como premissa promover o empreendedorismo e estimular o desenvolvimento deste ecossistema. A aceleradora foi uma das primeiras aceleradoras fundada na região sul do Brasil e é importante ressaltar que a mesma não tem a finalidade de obtenção de lucros, nem está vinculada a instituições de ensino ou pesquisa.

Com o foco direcionado para os setores do agronegócio, saúde, energia e tecnologias para o varejo, a WOW privilegia produtos inovadores, com escalabilidade, voltados a solucionar problemas reais de clientes. Os projetos que atendem esses requisitos recebem apoio financeiro, estrutural, intelectual e de uma rede de networking. A aceleração é promovida durante seis meses, durante esse período de tempo os enfoques que serão trabalhados são:

- Acompanhamento diário de uma equipe especializada que presta serviço de mentoria estratégica e auxilia com qualquer necessidade que possa haver;
- Prospecção de clientes e formação de parcerias estratégicas utilizando a rede de contato dos mais de 50 investidores e mentores da WOW;
- Capacitar às equipes que lideram os empreendimentos desenvolvendo conhecimentos e habilidades através de um programa de treinamento personalizado.

Todo o trabalho da Aceleradora é fundamentado no desenvolvimento de produto, divulgação de marketing e estruturação de operacional, jurídica e contábil. Para tanto, é investido na *startup* a quantia de R\$ 50 mil, valor este que pode variar até R\$ 150 mil reais dependendo do projeto.

Após serem aceleradas, as *startups* mantêm contato com a WOW, continuam sendo acompanhadas em suas decisões estratégicas e participando do programa de mentoria, porém com uma frequência menor.

4.1.2 O processo de investimento

Vicente Piccoli inicia a entrevista explicando como são orientados os processos seletivos e vincula os mesmos ao interesse de investidores ligados a fundos de investimentos liderados pelo Diretor Executivo da WOW:

A aceleradora atua como uma prestadora de serviços. Atualmente, prestamos serviços para dois fundos de investimento de pessoas físicas, que foram formulados pelo Diretor Executivo da WOW. O processo seletivo está intimamente ligado aos investidores.

Feita essa colocação, a descrição do processo de decisão de investimento começa a ser feita pelo entrevistado. Nas primeiras duas etapas, já é possível verificar alguns dos aspectos valorizados pela Aceleradora que avalia a postura dos empreendedores, produto ofertado, mercado que está produto será inserido e o modelo de negócio:

O processo seletivo apresenta cinco etapas de corte: o Screening, First Interview, Investor Interview, Bootcamp e WOW Day. O Screening é a primeira etapa, onde é realizado a leitura dos questionários de inscrição, realizado na plataforma Fundacity. Aproximadamente 2/3 das startups é cortada nessa primeira etapa. A First Interview é o primeiro contato direto com o empreendedor, onde um membro da equipe da aceleradora entrevista o empreendedor, geralmente por vídeo-chamada. A ideia principal é verificar a veracidade das informações do formulário, avaliar os empreendedores, o mercado, o modelo de negócio e o produto. Aqui cortamos as startups que não conseguem demonstrar consistência nas respostas, mas são poucas.

Nos dois estágios subsequentes, contato entre os investidores e empreendedores se torna mais aprofundado. O entrevistado comenta como os critérios de “inovação” e “qualidade de apresentação do projeto” entram no cenário

de análise, bem como o conhecimento do dono do negócio quanto ao mercado que irá atuar:

A próxima etapa é o Investor Interview, onde o empreendedor é conectado com um investidor da WOW para uma entrevista. Aqui será agregada uma visão mais crítica de um conhecedor do mercado. O investidor irá entrevistar as startups de mercados que ele domine, verificando o grau de inovação e potencial. Em seguida acontece o Bootcamp, o primeiro evento presencial. O Bootcamp acontece em São Paulo e Porto Alegre, com aproximadamente 30 startups no total. No Bootcamp acontecem pitches rápidos, de 3 minutos, e speed mentorings com investidor e convidados da WOW. Ao final, os investidores aprovam ou não as startups. No máximo 10 startups serão aprovadas.

Depois de passarem por todas essas etapas do processo seletivo, os empreendedores chegam no Pitch Day, no caso o WOW Day, que é a última etapa a ser enfrentada. Para esta fase, impressionar e afirmar a *startup* como um a boa opção de investimento é fundamental. Para tanto, é preparada uma apresentação diferenciada das demais já que os modelos de negócio sofrem transformações a medida quem seguem no programa de seleção. Vicente comenta a importância desse dia para os empreendedores:

O WOW Day é a final do nosso processo seletivo. As 10 startups realizam pitches e respondem perguntas dos investidores. O objetivo é que 4 startups sejam aprovadas pelos investidores. Entre o Bootcamp e o WOW Day acontecem etapas de preparação para o WOW Day, como avaliação do perfil das equipes das startups, conversa com clientes e novas conversas com investidores.

O acompanhamento dos projetos ocorre por tempo determinado e de maneira intensa para que o crescimento da empresa seja o máximo possível. Após esse período o monitoramento ainda acontece, porém em uma frequência reduzida. Interessante notar como a Aceleradora faz questão de manter alguns encontros presenciais a fim de preservar a relação de proximidade com a *startup* acelerada. Esses pontos podem ser observados no trecho da entrevista a seguir:

As startups em aceleração, que dura um ano, tem eventos de aceleração, com workshops e reuniões presenciais com a aceleradora. Fora isso, semanalmente acontecem reuniões de acompanhamento. Após o período de aceleração, as startups participam apenas das reuniões de *KPIs*, onde os *dashboards* de *KPIs* dos grupos de startups são expostos ao grupo e discutindo dificuldades de cada um. Existem 3 grupos, onde as startups estão separadas pelos seus estágios de acordo com a metodologia do StartupBrasil.

Sobre o perfil de investidor, Vicente Piccoli comenta sobre a variedade de perfis encontrados na WOW, conforme já havia sido comentado, são mais de 50 investidores e mentores envolvidos nas operações da Aceleradora. Apesar disso, um estereótipo generalista é traçado:

A WOW tem um corpo muito grande de investidores, apresentando investidores de background técnico ou executivo. Entretanto, o padrão seria um homem, com background de TI e experiência de empreendedorismo. A WOW tem a ideia de ser de empreendedores para empreendedores.

Quando perguntado sobre as características observadas em startups de sucesso, o entrevistado acredita que ter uma equipe boa, alinhada e engajada é o fator principal que diferencia as organizações. Outras questões como produto, estrutura física e necessidade de serviços complementares a aceleradora tem capacidade de atender a essas demandas, já ajustar o time que lidera o projeto, em geral, é uma tarefa mais complexa e, por isso é um aspecto mais valorizado:

O principal ponto nas startups de sucesso é a equipe. Startups com equipe de alta *performance*, que se complementam e se entendem. Esse seria o principal ponto que leva uma startup ao sucesso. Pode não ser na primeira tentativa, sendo necessário pivotar (normalmente é), mas uma equipe boa é uma startup boa.

4.2 A VISÃO DOS INVESTIDORES

Essa seção foi dividida em duas subseções, na qual a primeira aborda questões referentes ao delineamento do perfil dos investidores na amostra, enquanto a segunda é destinada a identificação dos aspectos relevantes para a tomada de decisão de investimento.

4.2.1 Perfil da Amostra

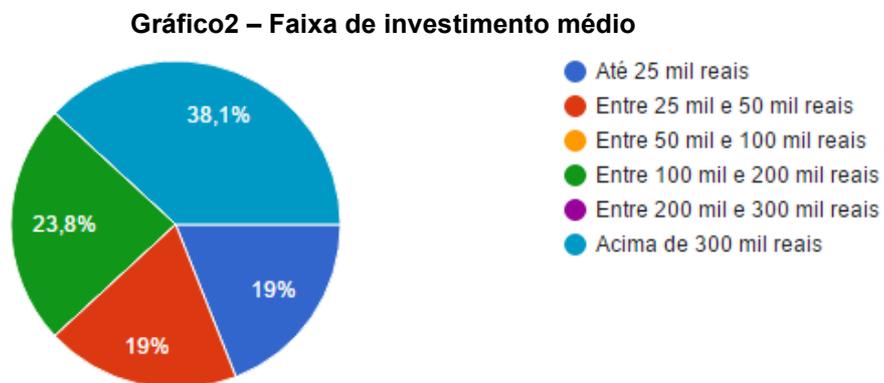
Durante a segunda quinzena do mês de maio a pesquisa quantitativa foi realizada e abrangeu os três grupos de investidores alvo obtendo o total de 22 respostas.

Em relação ao tempo de experiência de quem investe, encontramos na amostra desde aqueles que iniciaram suas atividades em 2009 até investidores

novos que entraram nesse ramo no ano passado. Nos anos de 2010 e 2012, temos uma considerável parcela dos respondentes.

Independentemente dos anos investindo, a amostragem se mostrou ativa com 70% dela já tendo investido em 7 ou mais projetos diferentes, 10% realizou aportes de capital de 4 a 6 projetos, enquanto os 20% restantes em até 3 projetos.

Quanto ao valor desembolsado, as respostas foram variadas. É possível perceber que há uma lacuna na faixa de valor investido, já que ninguém afirmou que seus investimentos são em torno de 200 mil a 300 mil reais. O Gráfico 2 apresenta a distribuição das respostas deste questionamento.

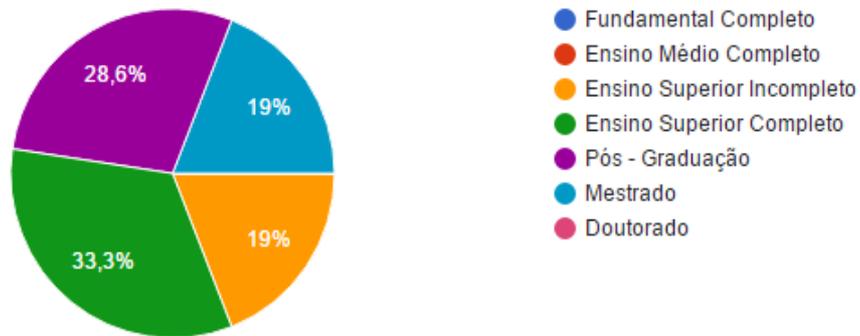


Fonte: Elaborado pelo autor

Interessante notar que todos os respondentes dizem prestar serviços de mentoria e oferecem ser *know-how*, sendo assim fica comprovado que não se tratam apenas de investimentos monetários, mas também investimentos intelectuais. Foi contatado também que, a maioria, prefere atuar em conjunto. São grupos pequenos, compostos por no mínimo 2 e no máximo 4 membros. As alternativas de agir individualmente e em grandes grupos (com mais de 5 membros) receberam o mesmo número de respostas e, portanto, dividem restante da porcentagem.

A pesquisa verificou que os detentores do capital são majoritariamente homens. Houve uma preocupação do autor em respeitar os diferentes gêneros, a foi adicionada a opção “outros”, além de somente “masculino” ou “feminino”. Essa alternativa foi marcada por uma das pessoas que responderam a pesquisa.

Gráfico 3 – Grau de escolaridade dos investidores



Fonte: Elaborado pelo autor

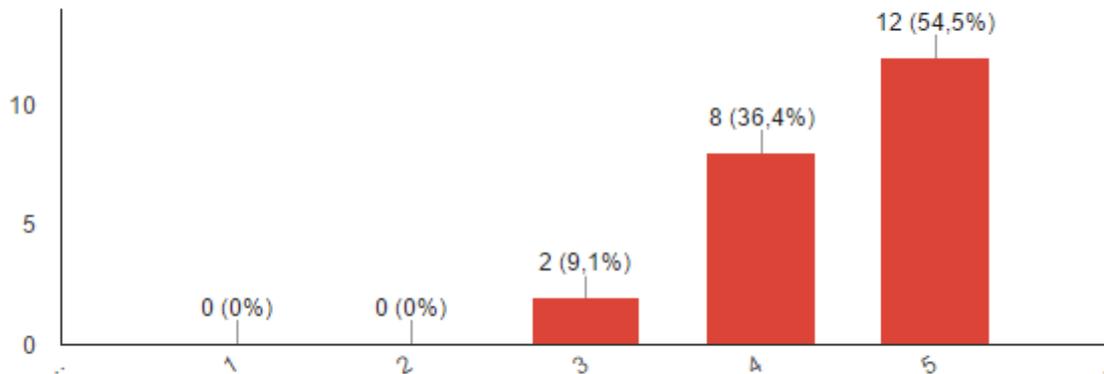
4.2.2 Aspectos Considerados na Decisão de Investimento

A amostra, de maneira geral, atesta que ter conhecimento quanto à credibilidade do empreendedor é um fator de grande relevância na tomada de decisão. Essa verificação vai de encontro à linha de pensamento de McMillian *et al.* (1985) e de Fried e Hisrich (1994a) que atribuíam extremo valor a este tópico.

Contrariando esse consenso comum temos apenas duas organizações de *venture capital* (não identificadas), que representam 9,1% da amostra, discordando parcialmente da afirmação, atribuindo um grau de relevância mais baixo ao atributo conforme pode ser observado no gráfico 4.

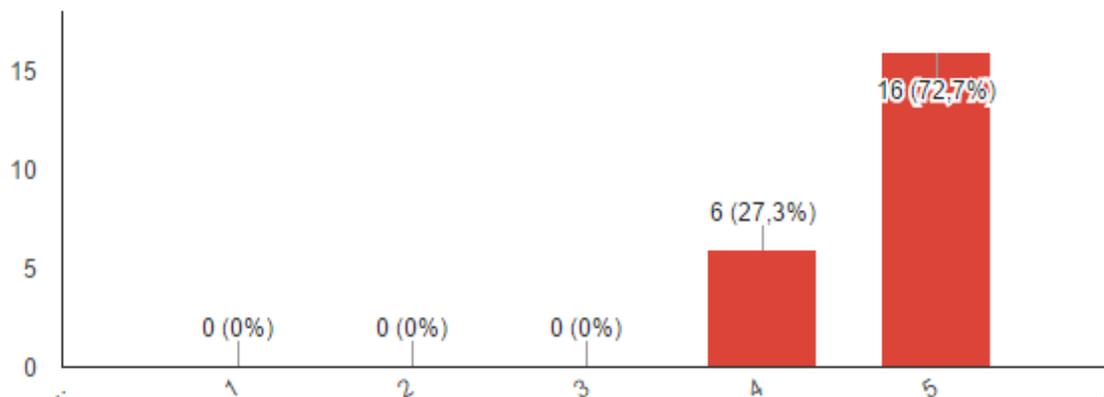
Osnabrugge (2000), ao comparar os *venture capitals* com os investidores anjos, constata que, o primeiro grupo de investidores, utiliza um método de avaliação mais formal e repleta de variáveis previamente estabelecidas, o que torna um tanto mais baseado na racionalidade.

Barbierato (2001) também já havia alertado para o processo rígido e rigoroso de seleção das *venture capitals*, sendo assim, a resposta um pouco destoante da organização pode ser reflexo desta tendência maior ao racionalismo em detrimento da subjetividade.

Gráfico 4 – Atribuição de relevância quanto à credibilidade do empreendedor

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com o gráfico 5, mais do que ter confiança na pessoa que lidera o empreendimento, se mostrou ser primordial ter uma equipe com credibilidade a frente do negócio. Esse aspecto recebeu a maior pontuação dentre as variáveis analisadas, atestando ser de fundamental importância para parecer final tanto de aceleradoras, quanto de investidores anjos ou de *venture capitals*.

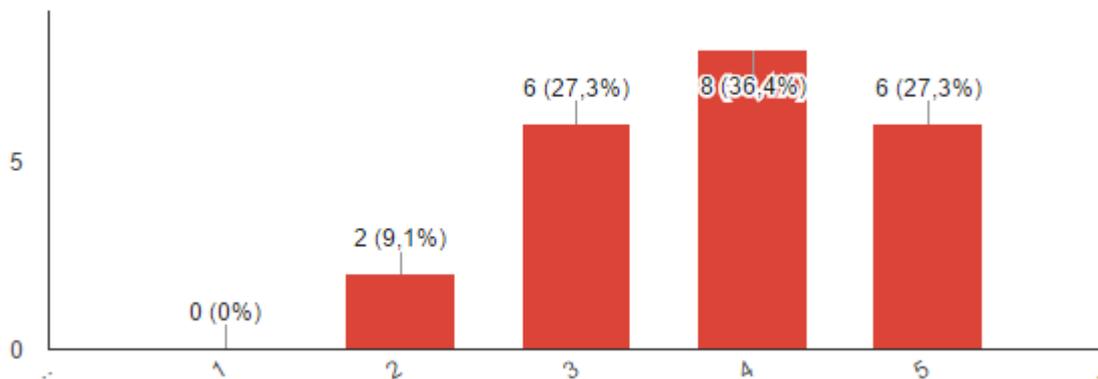
Gráfico 5 – Atribuição de relevância quanto à credibilidade da equipe

Fonte: Elaborado pelo autor

Brush, Eldeman e Manolova (2012) elencam questões comportamentais da equipe como um dos principais critérios usados pelos investidores anjos na decisão sobre o investimento. Essa premissa é confirmada visto que 72,7% da amostra de IAs concordou integralmente com a afirmação proposta.

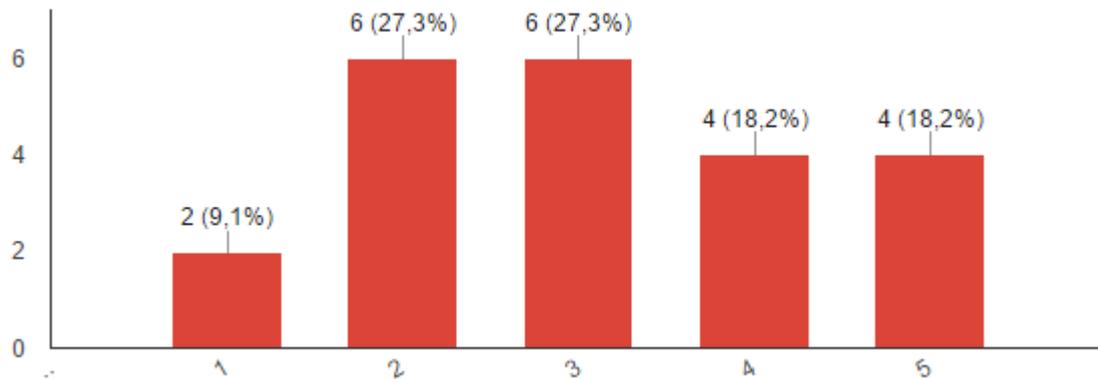
Brush, Eldeman e Manolova (2012) também citam a estrutura financeira como outro dos pilares que sustentam a decisão de aporte de capital dos investidores anjos, não obstante foi este tipo de investidor que concordou mais (apresentou a maior média) com a afirmação feita neste quesito. O valor que será aportado no empreendimento, quantia a ser investida, se apresentou como um aspecto de influência mediana na tomada de decisão. Temos mais de 30% da amostra atribuindo um grau de concordância parcial ou até de certa discordância a este item. Estas respostas que destoam da maioria, grande parte proveniente de *ventures capitals*, podem significar uma disposição a investir que independe dos recursos necessários, mas que está vinculada ao potencial de retorno e sucesso do empreendimento.

Gráfico 6 – Atribuição de relevância quanto ao valor a ser investido



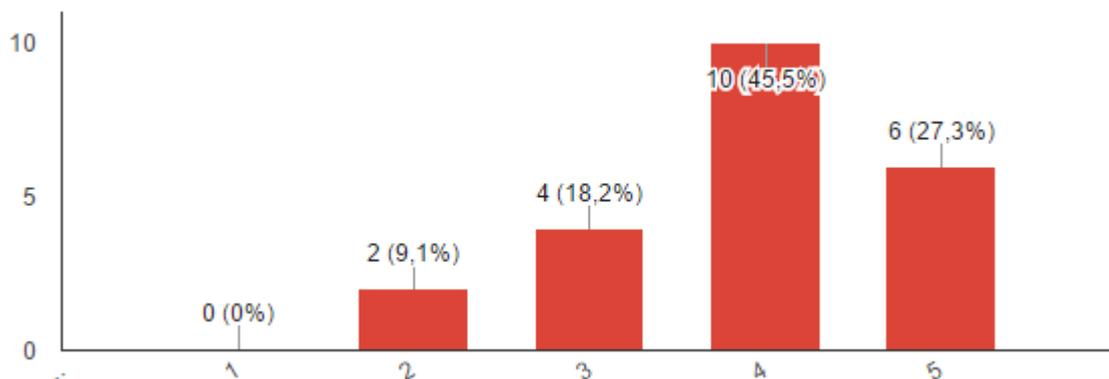
Fonte: Elaborado pelo autor

Quando perguntados sobre a localização geográfica como um fator fundamental na tomada de decisão pré-investimento, os respondentes deram diferentes graus de importância. Este item recebeu respostas bem diversificadas, não sendo possível relacionar uma classe de investidor com um tipo de prática específica. Imagina-se que esse resultado disforme seja ocasionado por estratégias de ação próprias de cada instituição.

Gráfico 7 – Atribuição de relevância quanto à localização do empreendimento

Fonte: Elaborado pelo autor

Obter recomendações de fonte confiável sobre o empreendimento se apresentou como um fator com forte poder influenciador na decisão dos investidores. Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010) acreditam que ter um empreendedor que consegue transmitir confiança aos outros e que possui boa credibilidade torna o processo de captação de novos recursos e de realizar novas transações de maneira mais fácil e natural. A disposição das respostas obtidas nesse aspecto podem ser apreciadas no gráfico 8 a seguir:

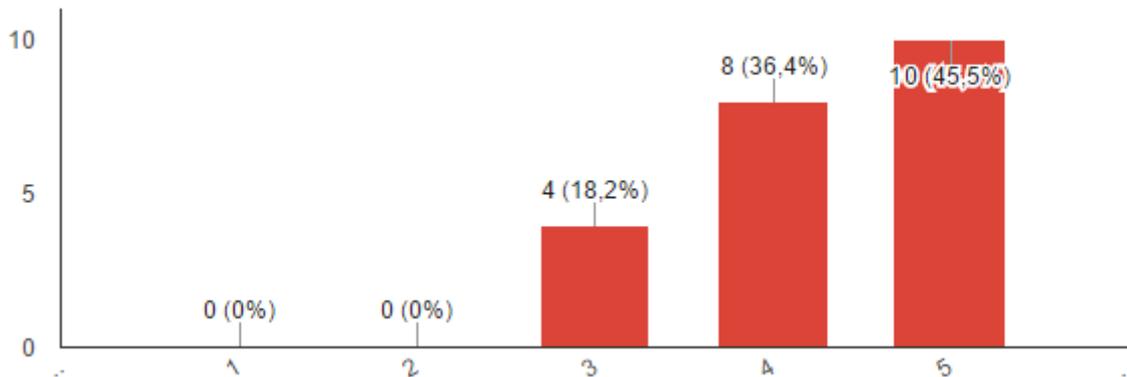
Gráfico 8 – Atribuição de relevância quanto a recomendações de fontes confiáveis

Fonte: Elaborado pelo autor

Fried e Hisrich (1994a) salientam o quanto ter uma perspectiva de uma taxa retorno elevado é um aspecto muito relevante e a pesquisa indica isso, contudo, pode se observar que uma expressiva parcela dos investidores (18,2%) não atribuiu um alto grau de importância ao item. Infere-se que isso possa ter ocorrido devido ao fato de não haver um filtro neste estudo quanto a organizações investidoras de

cunho social, onde o impacto positivo na sociedade prevalece como prioridade em relação ao lucro. Independentemente dessas respostas, o indicador pode ser relacionado como um dos mais observados pelos investidores no processo de análise conforme pode ser observado no gráfico abaixo:

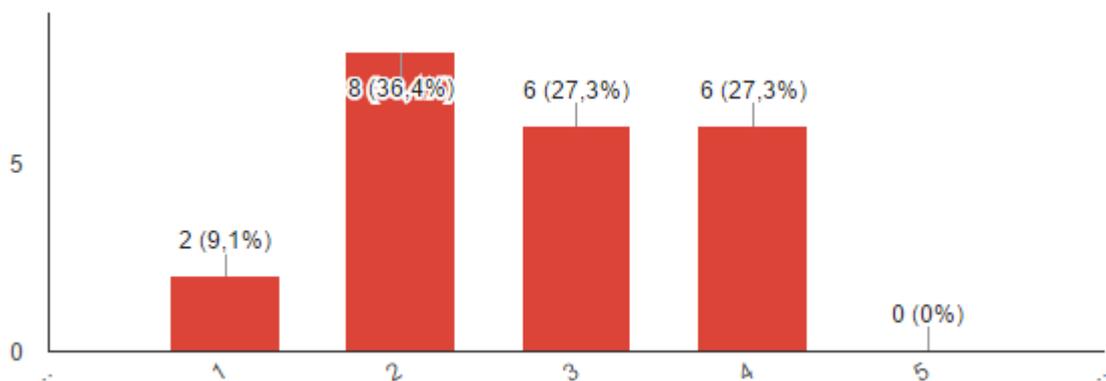
Gráfico 9 – Atribuição de relevância quanto à perspectiva de retorno elevado



Fonte: Elaborado pelo autor

O quesito ligado à intuição, ou instinto, aparece pouco valorizado pelos investidores, o que caracteriza que nas análises é priorizado a racionalidade, e não a subjetividade. Kerr, Lerner e Schoar (2014) estabelecem uma relação de proporcionalidade entre o número de investidores envolvidos na operação e a formalidade das etapas de análise a serem seguidas, quanto maior o grupo de investidores mais padronizado e rigoroso o processo se torna. Como veremos na próxima sessão, sobre o perfil dos detentores do capital, a maioria prefere não atuar individualmente, logo a influência do instinto é diminuída.

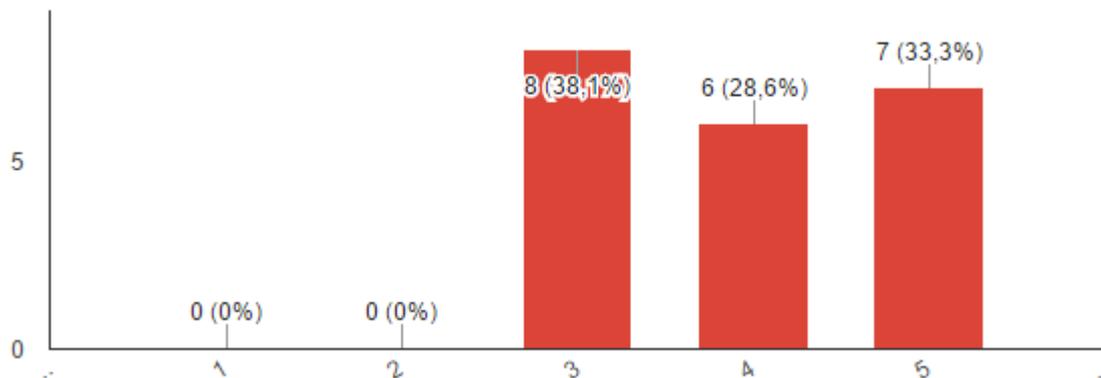
Gráfico 10 – Atribuição de relevância quanto à intuição



Fonte: Elaborado pelo autor

Barbierato (2001) analisa como a apresentação do projeto permeia várias etapas do processo decisório de *venture capital*. A apresentação de um plano de negócio simples que crie interesse nos investidores permite avançar para os próximos estágios da avaliação e na fase final, frente ao comitê que decide o parecer final, é fundamental que o empreendedor convença os participantes de reunião para que seja efetivado aporte financeiro Barbierato (2001).

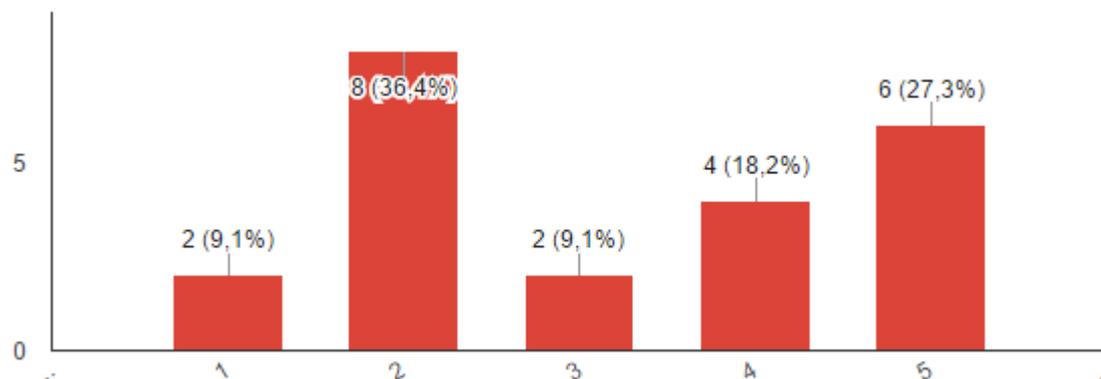
Gráfico 11 – Atribuição de relevância quanto à apresentação feita pelo empreendedor



Fonte: Elaborado pelo autor

Consultar a opinião de outros investidores é defendido por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) como uma ótima oportunidade para os investidores aprenderem e compartilharem suas experiências e, assim, aprimorem seus métodos analíticos. Esse aspecto recebeu graus de concordância bem variados, a interpretação que pode se ter a partir disso é que nem todos consideram esse momento valioso.

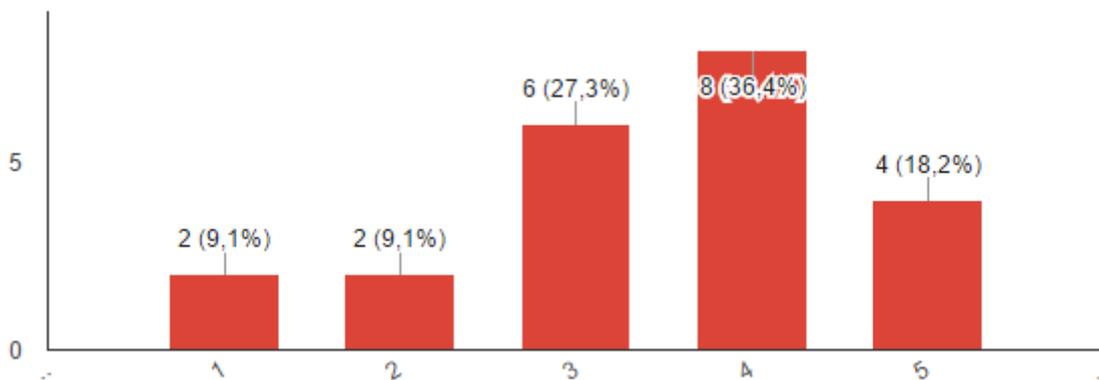
Gráfico 12 – Atribuição de relevância quanto à opinião de outros investidores



Fonte: Elaborado pelo autor

Sobre a busca por manter uma carteira de investimentos diversificada, Teybee e Bruno (1984) vinculam o resultado de análises de investimento em *startups* a relação de risco e retorno mensurada pelos analistas. Por este motivo, a estratégia de se ter investimentos em diversos segmentos da economia para mitigar o risco, poderia ser utilizada. De acordo com o gráfico abaixo, é notável que este ponto não possui a capacidade de influenciar tanto os investidores, se comparado com os demais pontos que estão sendo verificados nesta pesquisa.

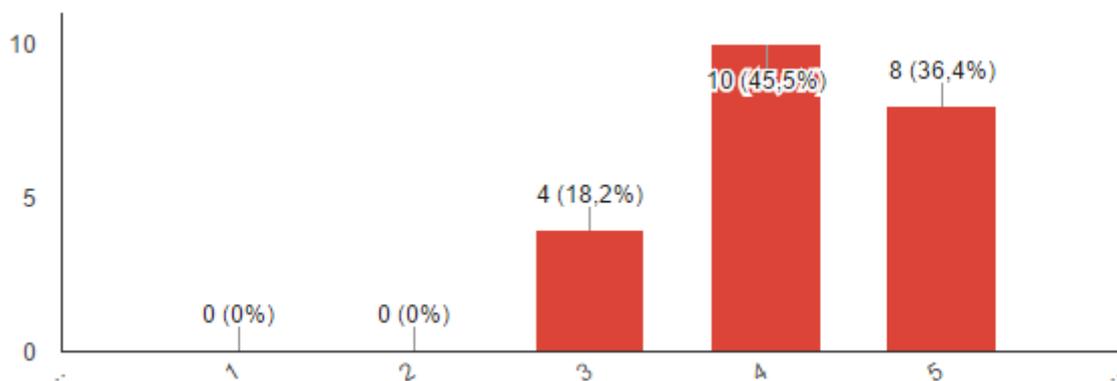
Gráfico13 – Atribuição de relevância quanto à diversificação da carteira de investimentos



Fonte: Elaborado pelo autor

Degennaro (2010) explicita que projetos inovadores são muito apreciados por investidores anjos. O resultado da pesquisa aponta que as outras categorias de investidores também possuem grande interesse em ideias novas que possam se tornar realidade conforme pode ser observado no gráfico 14.

Gráfico 14 – Atribuição de relevância quanto ao projeto ser inovador



Fonte: Elaborado pelo autor

4.2.3 Fechamento com a análise do gráfico

Fechando a análise quantitativa, temos um gráfico consolidado das variáveis que traz um *ranking* quanto a influencia das mesmas no processo decisório frente a uma opção de investimento de ACs, IAs e VCs.

Para a confecção dessa listagem, foram convertidas as respostas obtidas em pontos, onde “Concordar Totalmente” com a afirmação confere ao item 5 pontos, enquanto “Discordar Totalmente” equivale a apenas 1 ponto e as outras respostas atribuem uma pontuação seguindo esta mesma lógica.

Através desse modelo gráfico podemos categorizar os aspectos analisados de acordo com o valor da somatória dos valores obtidos.



Fonte: Elaborado pelo autor

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral do presente estudo foi analisar os elementos considerados determinantes nas decisões de AC, IA e VC quanto ao investimento em *startups*. Para que esse objetivo fosse atingido foi realizada uma pesquisa em duas etapas: qualitativa e quantitativa.

Os aspectos que determinam as decisões destes investidores frente às *startups* foram definidos a partir de literatura acadêmica e os graus de importância foram atribuídos baseados nas pesquisas de campo realizadas pelo pesquisador.

Como resultado, observou-se que ter credibilidade na equipe que está coordenando o empreendimento é um fator determinante para a aprovação do projeto que está sob análise. Esse quesito aliado à confiança no empreendedor, ter uma perspectiva de retorno elevado e o projeto ser considerado inovador atraem o capital externo e possuem um peso maior na avaliação feita por ACs, IAs, e VCs. Em contra partida, intuição quanto ao sucesso do negócio e ter a opinião de outros investidores são atributos menos importantes durante esse processo. A pesquisa demonstrou também uma preocupação menor de quem investe em relação a localização geográfica da *startup*, como também em manter uma carteira diversificada em termos de setores de atuação dessas empresas.

5.1 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

Este trabalho apresenta contribuições para a comunidade acadêmica, como também para a empreendedora e investidores de maneira geral.

A contribuição acadêmica se manifesta a partir do referencial teórico sólido que aqui foi consolidado e servirá para fundamentar outras pesquisas sobre o tema, que carece de estudo e produções literárias.

Para os empreendedores, este trabalho se mostra útil ao explicitar a maneira como seus projetos são analisados por investidores anjos, *venture capitals* e aceleradoras. Tornar esses procedimentos mais claros ajuda os empresários a se prepararem melhor antes de se submeterem aos processos seletivos. Já para os investidores, o fornecimento de informações referentes ao modo de atuação e de aspectos valorizados durante a tomada de decisão por parte das outras opções de

crédito e de seus semelhantes, pode ajudar na revisão de suas políticas de crédito e no entendimento deste mercado.

5.2 LIMITAÇÕES E NOVOS ESTUDOS

A primeira limitação apresentada neste trabalho consiste na dificuldade de acesso ao público da amostra. É notável que existe uma lacuna na parte qualitativa da pesquisa por não haver entrevistas junto a investidores anjos e *venture capital*. O contato com o representante da Aceleradora WOW só foi possível pelo fato do pesquisador já conhecer alguns dos colaboradores da organização, o mesmo não ocorre com empresas, ou pessoas, dos outros tipos de investidores. Quanto a parte quantitativa foi prejudicada pela baixa aderência dos respondentes. Foram mapeados as principais referências dos três tipos de investidores analisados e o contato foi feito a partir dos endereços eletrônicos disponibilizados na Internet. Seria mais interessante se este estudo conseguisse uma penetração maior, assim os resultados seriam mais relevantes e abrangentes.

Outra limitação constata foi as poucas informações disponíveis acerca dos fatores que fundamentam a decisão de investimento das aceleradoras. Material relativo ao método de análise dos investidores anjos e *venture capitals* são mais frequentes e numerosos, contudo, literaturas direcionadas às aceleradoras são escassas. Esse fato, de certo modo, prejudicou a formulação da pesquisa quantitativa já que não há vasto volume de dados a respeito disponível.

Sendo assim, é indicado, para novos estudos acerca do tema, que entrevistas qualitativas sejam realizadas com investidores anjos e representantes de *venture capital* a fim de tornar este segmento da pesquisa completo.

Outro complemento interessante a ser feito, seria a inclusão das linhas de crédito do setor público neste estudo. O governo brasileiro possui forte atuação no desenvolvimento de *startups*. Compreender como ocorre o processo de financiamento, como se dá a análise dos empreendimentos e confrontar as métricas de análise utilizadas pelo governo com as do setor privado enriqueceria este trabalho.

REFERÊNCIAS

ABRAII. **Levantamento Aceleradoras 2012-2014**. 2015. Disponível em: <<http://marketing.smartalk.com.br/programa-de-aceleradoras-de-startup>>. Acesso em: 02 jun. 2016.

_____. **Website**. 2016. Disponível em: <<http://abraii.org/>>. Acesso em: 02 jun. 2016.

ABS. **Website**. 2016. Disponível em: <<http://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2016/01/numero-de-startups-brasileiras-cresce-185-em-seis-meses.html>>. Acesso em: 10 jun. 2016.

ABVCAP. **Associação brasileira de private equity & venture capital**. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/associacao/quem-somos.aspx?c=pt-br>>. Acesso em: 22 nov. 2015.

ALTMAN, S. **YC Stats**. 26 ago. 2015. Disponível em: <<https://blog.ycombinator.com/yc-stats>>. Acesso em: 03 jun. 2016.

ANJOS DO BRASIL. **Associação de apoio a investidores anjos e empreendedores**. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/o-que-fazemos.html>> Acesso em: 22 nov. 2015.

ARTEM, G. Combining formal and informal financial sources; Russian early entrepreneurs; and established firms; structure of external financing. **Journal of Chinese Entrepreneurship**, v. 5, n. 1, p. 39-60, 2013

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO. **Pesquisa Capital de Risco no Brasil**. Disponível em: <<http://www.venturecapital.com.br>>. Acesso em: 01 jun. 2016.

BLANK, Steve. **The Four Steps to the Epiphany**. 2006. Disponível em: <http://web.stanford.edu/group/e145/cgi-bin/winter/drupal/upload/handouts/Four_Steps.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2016.

BOLSON, Eder Luiz. **Empreendedorismo e risco**. 25 ago. 2005. Disponível em: <<http://www.administradores.com.br/informe-se/artigos/empreendedorismo-erisco/612/>>. Acesso em: 23 nov. 2015.

BRASIL. Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação. Portaria MCT Nº 721 DE 10/10/2012. Institui o Programa de Aceleração de Empresas de Software e Serviços de Tecnologias da Informação - Start-Up Brasil. 2012a. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, n. 199, 15 out. 2012, p.8, Seção I.

BRASIL. Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação. **TI Maior**: Programa Estratégico de Software e Serviços de Tecnologia da Informação. 2012b. Disponível em: <<http://timaior.mcti.gov.br/>>. Acesso em: 01 jun. 2016.

BRUSH, C. G.; EDELMAN, L. F.; MANOLOVA, T. S. Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing. **Venture Capital**, v. 14, n. 2/3, p. 111-129, 2012.

BRUTON, G. D.; FILATOTCHEV, I.; CHAHINE, S.; WHIGHT, M. et al. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 5, p. 491-509, 2010.

CARMONA, C.; SANTOS, F. K.. Micros e Pequenas Empresas startups: estratégias para a gestão do risco de crédito. Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas, 6., 2010. Recife. **Anais eletrônicos...Recife: ENGEPE**, 2010. Disponível em: <<http://www.anegepe.org.br/edicoesanteriores/recife/PE322.pdf>> Acesso em: 10 out. 2015.

CARVALHO, Antônio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CARVALHO, Rafael; ALBERONE Maurilio; KIRCOVE, Bernardo. **Sua ideia ainda não vale nada: o guia prático para começar a validar seu modelo de negócio**. Rio de Janeiro: BizStart, 2012.

CHOREV, S.; ANDERSON, A. R. Success in Israeli high-tech start-ups; Critical factors and process. **Technovation**, v. 26, n. 2, p. 162–174, fev. 2006.

COHEN, S. G; HOCHBERG, Y. V. **Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon**. Mar. 2014. Disponível em: <<http://seedrankings.com/pdf/seed-accelerator-phenomenon.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2016.

COLOMBO, M. G.; DELMASTRO, M. How effective are technology incubators? Evidence from Italy. **Research Policy**, v. 31, p. 1103–1122, 2002.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Método de pesquisa em Administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORBETTA, P. **Social research: theory, methods and techniques**. London: Sage, 2003.

CORDER, S.; SALLES-FILHO, S. Aspectos conceituais do financiamento à inovação. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 5, n. 1, jan/jun, 2006.

_____. Financiamento e incentivos ao Sistema Nacional de Inovação. **Revista Parcerias Estratégicas**, n. 19, dez, 2005.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

DEGENNARO, R. P. Angel Investors: Who they are and What they do; Can I Be One, Too? **Journal of Wealth Management**, v. 13, n. 2, p. 55-60, 2010.

DIEHL, Astor Antonio. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

DORNELAS, Jose Carlos A. **Transformando ideias em negócios**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

EISENHARDT, K. M. Theory building from cases: opportunities and Challenges. **Academy of Management Review**, v.50, n.1, p.25-52, 2007.

FAGUNDES, Eduardo Mayer. **Como ingressar nos negócios digitais**. São Paulo: EI – Edições Inteligentes, 2004.

FEHDER, D. C.; HOCHBERG, Y. V.. **Accelerators and the Regional Supply of Venture Capital Investment**. 19 set. 2014. Disponível em: <http://www.seedrankings.com/pdf/accelerators-and-regional-supply-of-vcinvestment.Pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2016.

FISHBACK, B., et al. Finding business idols: **A new model to accelerate start-ups**. Ewing Marion Kauffman Foundation. Kansas. 2007. Disponível em: <<http://www.kaffman.org/uploadedFiles/Finding Business Idols.pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2016.

FURTADO, Cláudio. Os anjos do investimento. **Revista Getúlio**, São Paulo. v. 9, p. 27-29, mai. 2008. Disponível em: < <http://sistema.bibliotecas.fgv.br/>>. Acesso em: 23 nov. 2015.

GITAHY, Y. O que é uma startup? **Revista Exame**, 2010. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/pme/noticias/o-que-e-uma-startup>>. Acesso em: 10 out. 2015.

GOMPERS, A. The rise and fall of venture capital. **Business and Economic History**, v. 23, n. 2, p. 1-26, 1994.

GOMPERS, P.; LERNER, J. The Venture Capital Revolution. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 145–168, 2001.

GRESSLER, Alice L. **Introdução à Pesquisa: projetos e relatórios**. São Paulo: Editora Loyola, 2004.

HARRISON, R.; MASON, C.; ROBSON, P. Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. **Entrepreneurship & Regional Development**, v. 22, n. 2, p. 113-137, 2010.rr

HERMANSON, B. **O que é uma startup?** São Paulo: Mundo Sebrae, 2011.

JOHNSON, D. **What is innovation and entrepreneurship?** Lessons for larger Organizations. Industrial and Commercial Training. London: MCB UP Ltd Press, v. 33, n. 4, 2001.

KAPLAN, S. N.; STROMBERG, P. **Financial contracting theory meets the real world: na empirical analysis of venture capital contracts**. Working paper. Graduate School of Business, Chicago: University of Chicago, 2000b.

_____. How do venture capitalists choose investments. Working paper. **Graduate School of Business**, Chicago: University of Chicago, August 2000a.

KERR, W. R.; LERNER, J.; SCHOAR, A. The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. **Review of Financial Studies**, v. 27, n. 1, p. 20-55, 2014.

KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the contribution of venture capital to innovation. **The RAND Journal of Economics**, v.31, n.4, p.674-692, 2000.

KUHN, T. S. **A estrutura das revoluções científicas**. 9. ed. São Paulo: Perspectiva, 2006.

LANDSTROM, Hans. **Pioneers in entrepreneurship and Small Business Research**. Ed. Springer, Suécia. 2007. Edição digital em <www.springer.com/series/6149>.

LEMES JR; CHEROBIM; Rigo. **Administração financeira: Princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2010.

LONGHI, Fúlvio. **A história da revolução das startups**. Imasters,2011.Disponível em:<<http://imasters.com.br/artigo/20027/mercado/a-historia-da-revolucao-das-startups>>. Acesso em: 10 out. 2015.

LUNA, F.; MOREIRA, S.; GONÇALVES, A. Financiamento à inovação. In.: DE NEGRI, J. A.; KUBOTA, L. C. **Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica no Brasil**. Brasília: IPEA, 2008.

MASON, C. M.; HARRISON, R.T. Barriers to investment in the informal venture capital sector. **Entrepreneurship & Regional Development**, v.14, p. 271 - 287, 2002.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Revista Gestão de Produção**, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan-abr, 2008.

MELO, L. M. Financiamento à inovação no Brasil: análise da aplicação dos recursos do Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDCT) e da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) de 1967 a 2006. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 8, n. 1, p.87-120, jan./jun. 2009.

MINTZBERG, H.; RAISINGHANI, D.; THEORET, A. The Structure of “ Un-structured” Decision Processes. **Administrative Science Quarterly**, v. 21, n. June, p.246–276, 1976.

MITCHELL, L. Beyond licensing and incubators: **Next-Generation approaches to entrepreneurial growth at universities**. Ewing Marion Kauffman Foundation. Kansas. 2010. Disponível em: <<http://www.kauffman.org/advancinginnovation/beyond-licensingand-incubators.aspx>>. Acesso em: 01 jun. 2016.

OSNABRUGGE, M. V. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures : an agency theory-based analysis. **Venture Capital**, v. 2, n. 2, 91 ± 109, 2000.

RAMALHO, C. C. M. Private equity and venture capital: an important public policy towards innovation and entrepreneurship in Brazil. In. **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, 2010. Rio de Janeiro. Anais ANPAD, 2010.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Economia e Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, 2005.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1989.

RIES, Eric. **The Lean Startup**. 2011. Disponível em: <<http://www.stpia.ir/files/The%20Lean%20Startup%20.pdf>>. Acesso em: 31 mar. 2016.

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

_____. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961.

SILVA, Jaeder Moraes da; BUENO, José Antônio Pimenta. Deal Structures em Venture Capital: Uma Análise Quantitativa. In: Enanpad, 26, 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpad 2002, 1 CD-ROM.

SPINA, Cassio A. **Investidor anjo: como conseguir investimento para o seu negócio**. São Paulo: Ed. Nversos, 2013.

_____. **Investidor Anjo: guia prático para empreendedores e investidores**. 1. ed. São Paulo: n Versos, 2012.

START-UP BRASIL. **Chamada CNPq/MCTI/SEPIN no 12/2014 – Programa Start-Up Brasil**. 28 maio 2014a. Disponível em: <

CNPq_MCTI_SEPIN-12_2014-Programa-Start-Up-Brasil.d-205.d-205.pdf>. Acesso em: 01 jun. 2016.

_____. **Lista de empresas participantes do Demo Day Nacional Turma 01**. 8 nov. 2014b. Disponível em: <<http://startupbrasil.org.br/demo-day-do-start-up-brasil-celebrou-o-progresso-das-startups-participantes/?lang=pt>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

TABORDA, Ana. **O que é uma start up?**. 2006. Disponível em: <http://www.gesentrepreneur.com/pdf/o_que_e_uma_start_up.pdf> Acesso em: 31 mar. 2016.

TEYBEE, Tyzoon T.; BRUNO, Albert V. A model of venture capitalista investment activity. **Management Science**, v.30, 1984, p.51-66

TIDD, J.; BESSANT, J.; PAVITT, K. **Gestão da inovação**. Porto Alegre: Bookman, 2008.

TORRES, Joaquim. **O que é uma startup**. Disponível em: <<http://www.guiadastartup.com.br/o-que-e-uma-startup/>>. Acesso em: 03 jun. 2016.

VIEIRA, Valter Afonso. **Escalas em Marketing: métricas de resposta do consumidor e de desempenho empresarial**. São Paulo: Atlas, 2011.

APÊNDICE A – Questionário aplicado

QUESTIONÁRIO - DECISÃO DE INVESTIMENTO EM START-UP

Este questionário tem como objetivo identificar os principais aspectos considerados pelos investidores antes da aplicação e qual o seu grau de influencia. Abaixo estão listados alguns fatores que usualmente são analisados nesse tipo de situação, sendo assim é solicitado que atribua um valor de importância aos mesmos de acordo com a escala a seguir.

1. Discordo Totalmente	2. Discordo Parcialmente	3. Não concordo nem discordo	4. Concordo Parcialmente	5. Concordo Totalmente
---------------------------	-----------------------------	---------------------------------	-----------------------------	---------------------------

SEÇÃO 1 – ASPECTOS ANALISADOS ANTES DO INVESTIMENTO

1) Ter conhecimento quanto à credibilidade do empreendedor é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

2) Ter conhecimento quanto à credibilidade da equipe que lidera o empreendimento é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

3) O valor que será aportado no empreendimento é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

4) A localização geográfica do negócio é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

5) Ter recomendações de fonte confiável sobre o empreendimento é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

6) Ter uma perspectiva de retorno elevado é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

7) A intuição / instinto é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

8) A apresentação do projeto pelo empreendedor é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

9) Consultar a opinião de outros investidores é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

10) A busca por manter uma carteira de investimentos diversificada é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

12) O projeto ser inovador é um fator fundamental na tomada de decisão.

1 2 3 4 5

SEÇÃO 2 – PERFIL DO INVESTIDOR

1) Quando você iniciou a investir em projetos de start-ups? (favor indicar o ano)

2) Em quantos projetos já investiu?

() De 1 a 3 projetos

() De 4 a 6 projetos

() 7 ou mais projetos

3) Qual o valor médio de investimento que realiza?

() Até 25 mil reais

() Entre 25 mil e 50 mil reais

() Entre 50 mil e 100 mil reais

() Entre 100 mil e 200 mil reais

() Entre 200 mil e 300 mil reais

() Acima de 300 mil reais

4) Costuma oferecer apoio de mentoria (know - how) aos seus investimentos?

Sim

Não

5) De que maneira prefere investir?

Sozinho(a)

Pequenos grupo (2 a 4 membros)

Grupos maiores (5 membros ou +)

6) Qual o perfil de investidor que você se encaixa?

Aceleradora

Investidor Anjo

Venture Capital

7) Qual seu sexo?

Masculino

Feminino

Outro

8) Estado Civil:

Solteiro(a)

Casado(a)

União estável

Divorciado(a)

Viúvo(a)

9) Qual seu grau de escolaridade?

Fundamental Completo

Ensino Médio Completo

Ensino Superior Incompleto

Ensino Superior Completo

Pós – Graduação

Mestrado

Doutorado

APÊNDICE B – LISTA DE CONTATOS DE INVESTIDORES

ACELERADORAS			
Nome	Site	Contato	Estado de Atuação
21212	http://21212.com/	Mensagem através do site	Rio de Janeiro
85 Labs	http://85labs.com/	acelera@85labs.com	Ceará
Aceleradora	http://aceleradora.net/	Mensagem através do site	Minas Gerais
Aceleratech	http://acelratech.com.br/	Não foi possível estabelecer contato	São Paulo
Acelera Cimatec	http://portais.fieb.org.br/senai/cimatec	Não foi possível estabelecer contato	Bahia
FundaCity	http://www.fundacity.com/contact	info@fundacity.com	-
Acelera MGTI	http://fumsoft.org.br/acelera-mg	Mensagem através do site	Minas Gerais
Acelera Partners	http://acelerapartners.com.br/	Não foi possível estabelecer contato	São Paulo
Artemisia	http://artemisia.org.br/	Mensagem através do site	-
Baita Aceleradora	http://baita.ac/	contato@baita.ac	São Paulo
C.E.S.A.R. Labs	http://cesarlabs.com/	info@cesarlabs.com	Pernambuco
CriaBiz	http://criabiz.com.br/	Não foi possível estabelecer contato	São Paulo
Estarte.Me	http://www.estimate.me/	Não foi possível estabelecer contato	Rio Grande do Sul
FabriQ	http://fabriq.com.br/	comercial@fabriq.com.br	Manaus
Gema Ventures	http://gemaventures.com/	hello@gemaventures.com	São Paulo
Germinadora	Não foi possível estabelecer contato	Não foi possível estabelecer contato	-
Jump Brasil	http://www.jumpbrasil.com/contatos	contato@jumpbrasil.com	Recife
Mandacaru	http://mandacara.ru/	Não foi possível estabelecer contato	Rio Grande do Norte
Nidus	http://www.nidus.com.br/	Mensagem através do site	Rio de Janeiro
Outsource Brazil	http://outsourcebrazil.com.br/	info@outsourcebrazil.com.br	Rio de Janeiro
Papaya Venture	http://papayaventures.com/	Mensagem através do site	Rio de Janeiro
Pipa	http://pipa.vc/	Não foi possível estabelecer contato	Rio de Janeiro
Project-A	http://www.project-1.net/	Não foi possível estabelecer contato	Recife
Quintessa	http://quintessa.org.br/	contato@quintessa.org.br	São Paulo
Start You Up	http://startyouup.com.br/	contato@startyouup.com.br	Espírito Santo
Supernova	Não foi possível estabelecer contato	Não foi possível estabelecer contato	-
Syndreams	http://syndreams.com.br/	criativa@syndreams.com.br	São Paulo
Tree Labs	http://treelabs.com.br/	Não foi possível estabelecer contato	São Paulo
Techmall	http://techmallsa.com.br/techmall/	info@techmallsa.com.br	Minas Gerais
Ventiur	http://ventiur.net/	contato@ventiur.net	Rio Grande do Sul
Viking Aceleradora	http://viking.ac/	marketing@vikingnetwork.com.br	São Paulo
V.Start	http://www.vstart.com.br/	Não foi possível estabelecer contato	Rio de Janeiro
Wayra Brasil	http://wayra.co/br	brasil@wayra.org	São Paulo
Wow	http://wow.ac/	vicente@wow.ca	Rio Grande do Sul

ANJOS		
Nome	Site	E-mail
Anjos do Brasil	-	-
Anjos da Amazônia	http://anjosdaamazonia.com/	investidor@anjosdamazonia.com
Anjos Cariocas	-	-
Bahia Angels	-	-
C2i Anjos	http://www.c2ivc.com/	Organização estrangeira
Curitiba Angels	http://www.curitibaangels.com.br/	Mensagem através do site
Gávea Angels	http://www.gaveaangels.org.br/	luizfelippecorreia@gaveaangels.org.br
HBS Alumni Angels of Brazil	-	-
TI Angels	http://www.tiangels.com.br/	Não foi possível estabelecer contato
Vitória Investidores Anjos	-	-
Floripa Angels	http://www.floripaangels.org/	info@floripaangels.org

VENTURE CAPITAL

Nome	Site	Contato
500 Startups	http://500startups.com/	Organização estrangeira
A7 Capital	http://a7capital.com.br/	info@a7capital.com.br
Accel Ventures	http://accel.com/	Organização estrangeira
Arpex Capital	http://arpexcapital.com/	Organização estrangeira
ASA Ventures	http://asacapital.com.br/	jr@asacapital.com.br
Astella Investimentos	http://astellainvest.com/	astella@astellainvest.com
Astor Group	http://theastorgroup.com/	Organização estrangeira
Battery Ventures	http://battery.com/	Organização estrangeira
Benchmark Capital	http://benchmark.com/	Organização estrangeira
Bertelsmann	http://bertelsmann.com/	Organização estrangeira
Bessemer Venture Partners	http://bvp.com/brazil	Organização estrangeira
Bolt Ventures	http://boltventures.com.br/	info@boltventures.com.br
Brazil Startups	http://brazilstartupsinc.com/	Não foi possível estabelecer contato
BZ Plan	http://bzplan.bz/	bzplan@bzplan.bz
Confrapar	http://confrapar.com.br/	alex@confrapar.com.br
CRP	http://crp.com.br/	crp@crp.com.br
Cventures	http://cventures.com.br/	contato@cventures.com.br
Demiurgus Participações	http://dmvc.com.br	pitch@dmvc.com.br
Draper Associates	http://drapervc.com/	Organização estrangeira
e.Bricks Digital	http://ebricksdigital.com.br/	Mensagem através do site
e.Bricks Early Stage	http://ebricksdigital.com.br/	Mensagem através do site
FIR Capital	http://fircapital.com/	Não foi possível estabelecer contato
Flybridge Capital Partners	http://flybridge.com/	Organização estrangeira
Fortify Ventures	http://fortifyventures.com/	Organização estrangeira
Fundo Criatec	http://fundocriatec.com.br/	Mensagem através do site
Fundo Evolution	-	Não foi possível estabelecer contato
Gera Ventures Capital	http://geraventure.com.br/	duda.falcao@geraventure.com.br
Gera Ventures Capital	http://geraventure.com.br/	rafaela.villela@geraventure.com.br
Handsprint Capital	http://www.handsprint.com.br/	Não foi possível estabelecer contato
Ideiasnet	http://www.ideiasnet.com.br/	contato@ideiasnet.com.br
Initial Capital	http://initial.vc/pt	luciano@initial.vc
Initial Capital	http://initial.vc/pt	hello@initial.vc
Initial Capital	http://initial.vc/pt	Mensagem através do site
Inova Ventures Participações	http://ivp.net.br/	Mensagem através do site
Kaszek Ventures	http://www.crunchbase.com/ http://brenolmadeira.wix.com/kravla-vela#!__kravla-port/vstc0=contato	Não foi possível estabelecer contato
Kravla Partners	http://www.lab22.co/	Mensagem através do site
Lab 22	http://www.lab22.co/	Não foi possível estabelecer contato
Macmillan Digital	http://www.digital-education.com/	Não foi possível estabelecer contato
MercadoLibre Fund	http://startupi.com.br	Organização estrangeira
Monashees Capital	http://monashees.com.br/	contato@monashees.com.br
Napkn Ventures	http://napkn.co/	Não foi possível estabelecer contato
NDV Ventures	http://www.ndvconsulting.com/	Organização estrangeira
NH Investimentos	http://www.nhinvestimentos.com.br/	contato@nhinvestimentos.com.br
Otto Capital	http://www.otto-capital.com/	info@cfotto.com
Pitanga Invest	http://www.pitangainvest.com.br/	fernando.reinach@pitangainvest.com.br
Pitanga Invest	http://www.pitangainvest.com.br/	gabriel.perez@pitangainvest.com.br
Qualcomm Ventures	https://qualcommventures.com/	Organização estrangeira
Redpoint e.ventures	http://rpev.com.br/	contact@rpev.com.br
Ribbit	http://ribbitcap.com/	Organização estrangeira
SP Ventures	http://www.spventures.com.br/	contato@spventures.com.br
Thrive Capital	http://www.thrivecap.com/	Organização estrangeira
Tomorrow Ventures	http://www.tomorrowvc.com/	Organização estrangeira
TOTVS Ventures	http://www.totvs.com/	Mensagem através do site
Trindade Investimentos	h/contato.html http://www.crunchbase.com/financial-organization/valor-capital	contato@trindadeinvestimentos.com.br
Valor Capital Group	http://www.crunchbase.com/financial-organization/valor-capital	Organização estrangeira
Vox Capital	http://www.voxcapital.com.br/	vox@voxcapital.com.br
W7 Brazil Capital	http://w7.vc/contato.html	Mensagem através do site
Warehouse Investimentos	http://www.whinvestimentos.com.br/	Mensagem através do site