FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC)

Critérios de Seleção de *Venture Capitalists:* Um Estudo sobre Comportamento e Fatores Decisivos

Beatriz Yumi Takahashi Oh
Bianca Quirantes Checon (orientadora)

RESUMO

Esta pesquisa realizou uma revisão de literatura para investigar o comportamento dos *venture capitalists* e compreender os principais fatores usados na escolha de seus investimentos. Foi conduzida uma revisão semi-sistemática, que analisou 38 artigos sobre o tema, resultando na construção de quatro debates centrais. Observou-se a importância de os empreendedores distinguirem as categorias de investidores para escolherem os mais alinhados às suas necessidades. Constatou-se que investidores corporativos buscam ganhos estratégicos, além de retorno financeiro, ao investir em startups, enquanto investidores informais adotam uma abordagem mais intuitiva e de longo prazo, colaborando com os fundadores na construção da empresa. No que diz respeito à relação entre o v*enture capital*, o poder público e o desenvolvimento econômico, destacou-se o papel do governo como intermediário entre investidores e empreendedores. O debate sobre a importância do "*jockey*" (equipe de gestão) versus o "*horse*" (ideia de negócio) revelou que o capital humano é geralmente considerado mais relevante, mesmo havendo discussões acerca do tema. Por fim, investigou-se o impacto de ideias inovadoras e disruptivas na atração de investidores, concluindo-se que, embora possam oferecer vantagens, posicionamentos disruptivos podem aumentar a percepção de risco entre investidores, dificultando o financiamento para os empreendedores.

Palavras-chaves: *venture capital;* financiamento; investimento; tomada de decisão; inovação.

ABSTRACT

This research aimed to build a literature review to investigate the behavior of venture capitalists and understand the key factors used in their investment decisions. We conducted a semi-systematic review, analyzing 38 articles on the topic, resulting in the development of four central debates. We observed that entrepreneurs need to distinguish between investor categories to choose those most aligned with their needs. We found that corporate investors seek strategic gains in addition to financial returns when investing in startups, while informal investors adopt a more intuitive and long-term approach, collaborating with founders in developing the business. Regarding the relationship between venture capital, public authorities, and economic development, we highlighted the role of the government as an intermediary between investors and entrepreneurs. The debate on the importance of the "jockey" (management team) versus the "horse" (business idea) revealed that human capital is generally considered more relevant, despite ongoing discussions on the topic. Finally, we identified on the literature the impact of innovative and disruptive ideas on attracting investors , concluding that while disruptive positions may offer advantages, they can increase investors' perception of risk, potentially making it more difficult for entrepreneurs to secure funding.

Keywords: venture capital; funding; investment; decision making; innovation.

1 INTRODUÇÃO

Em 2021, o mercado global de *Venture Capital* alcançou um marco histórico, com investimentos totalizando US$ 643 bilhões, um crescimento impressionante de 92% em relação ao ano anterior e mais de 10 vezes o valor de uma década antes, de acordo com a Crunchbase (2022). Nos Estados Unidos, o financiamento de *venture capital* continuou aquecido, impulsionado principalmente por empresas de inteligência artificial, e atingiu US$ 55,6 bilhões no segundo trimestre de 2024, o maior total trimestral em dois anos, segundo o PitchBook (2024).

No entanto, essa tendência positiva não se refletiu igualmente no Brasil. Ricardo Kanitz, sócio-fundador da Spectra, destacou que a gestora de ativos tem reduzido sua exposição ao *Venture Capital* devido aos altos *valuations* das startups e à atratividade de outros investimentos alternativos, com a alocação de capital em VC caindo de 25% para 10% entre 2017 e 2021 (Brazil Journal, 2024). Além disso, de acordo com a LAVCA (2023), associação de investimentos privados sem fins lucrativos, o capital investido em *Venture Capital* no Brasil despencou de US$ 7,7 bilhões em 2021 para apenas US$ 1,8 bilhões em 2023, evidenciando um declínio acentuado em um período de crescimento global robusto. Nesse contexto, essa pesquisa foi elaborada visando compilar o conhecimento sobre a indústria de *Venture Capital* disponível até o presente momento para contribuir com desenvolvimento da área no país, haja vista as dificuldades enfrentadas atualmente para seu crescimento. Mais especificamente, foi estudado o comportamento dos *venture capitalists* dessa indústria e quais principais fatores usam para escolherem seus investimentos.

Venture Capital **(VC**) é uma forma de investimento de risco em empresas que possuem um alto potencial de crescimento e *Private Equity* **(PE)** é uma forma de investimento em empresas que já estão estabelecidas e que tenham um histórico comprovado de desempenho (Lerner; Hardymon; Leamon, 2012). A indústria de VC tem origem nos Estados Unidos na década de 1950 e a difusão para outros países ocorreu pela reprodução do modelo norte-americano (Albergoni, 2006).

No Brasil, o setor de VC teve seu início marcado pela Brasilpar em 1975, a qual foi a primeira gestora privada desse setor. No país, essa forma de investimento ganhou força após a estabilização monetária de 1994, com breve interrupção em 1998 dada a crise cambial, e com retomada do crescimento entre 1999 e 2001 (Ribeiro, 2005).

Empiricamente, tem-se que, em 2020, foram investidos mais de R$2 bilhões no VC brasileiro (LAVCA, 2024). Esse dado mostra a relevância do Brasil no mercado de VC/PE; entretanto, também são identificadas algumas dificuldades para a prosperidade do setor de VC/PE no país, como as altas taxas de juros, a falta de cultura empreendedora e a alta complexidade no sistema legal nacional (Ribeiro, 2005). Mas, à medida que se constrói um histórico de atuação, haverá menos dificuldades para atrair capital e, com maior sucesso, os investidores imporão menos restrições aos gestores de fundos de VC (Ribeiro, 2005), o que facilitará progressivamente suas operações.

O ciclo de VC/PE é composto por captação de recursos (*fundraising*), originação e seleção do fluxo de oportunidades (*deal flow*), negociação e estruturação de investimentos (*investment*), monitoramento e acompanhamento das empresas do portfólio (*monitoring*) e saída (*exit*) dos investimentos realizados com recursos do fundo (ABDI, 2010). Os fundos de VC/PE realizam um aporte temporário de capital em empresas que têm expectativas de valorização para posteriormente vender seus investimentos (desinvestimento/*exit*) e obter retornos financeiros (Meirelles et al., 2008).

A pesquisa busca contribuir para as discussões sobre a evolução desse tipo de investimento no Brasil uma vez que um mercado forte de VC é crucial para uma economia empreendedora e permite um acelerado desenvolvimento econômico e tecnológico regional. Ainda, o *Global Entrepreneurship Monitor Global Report* (2024) destaca a importância da atividade empreendedora para criação de novos empregos, especialmente em países da América Latina. Dada a importância desse setor, o comportamento dos investidores de VC foi estudado visando produzir material que auxilie os empreendedores brasileiros que buscam levantar capital. O problema central da pesquisa consistiu em levantar quais são os principais fatores que *venture capitalists* usam para escolherem seus investimentos. Além disso, o objetivo deste trabalho também se subdivide em entender a fase de *deal flow*, analisando os principais fatores que levam os investidores a decidirem em qual empresa apostarão a partir da construção de revisão sistemática da literatura.

O trabalho está organizado da seguinte forma: a presente seção apresentou o objetivo de pesquisa e contextualização do tema. Em seguida, traz-se a base teórica para desenvolver a revisão de literatura e, na seção 3, a metodologia utilizada. Por fim, tem-se a discussão dos resultados e as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, buscou-se contextualizar o que é a pesquisa em VC/PE a fim de fornecer um panorama mais amplo. Dessa forma, é possível compreender de modo introdutório os principais termos e evolução desse setor no país e internacionalmente.

No Brasil, a literatura sobre o tema é limitada devido à não disponibilidade de dados públicos acerca do tema. Entretanto, há estudos iniciais sobre o setor nos anos 2000: Checa et al. (2001) abordam o começo da história de VC/PE no país; Mariz e Savoia (2005) fazem um estudo comparativo entre Brasil e Estados Unidos e posteriormente a produção de materiais segue de forma devagar. De Carvalho et al. (2005) são os primeiros a desenvolver dados mais concretos e robustos acerca da indústria, produzindo o Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* e seis anos depois, é feito o Segundo Censo (ABDI, 2011). Amorim e Sarfati (2018) foram pioneiros em buscar dados empíricos para entender os critérios de investimentos usados pelos investidores anjo. Há ainda relatórios profissionais, como é o caso de Minardi (2023), o qual traz um panorama do desempenho dos VC/PE brasileiros entre os anos de 1994 e 2022. Contudo, vê-se que a produção da literatura acadêmica sobre a área é heterogênea e descontínua no país.

Já nos Estados Unidos, a indústria de VC começou em 1958, e teve um pico em 1972 com posterior crise e recuperação na década de 1980 e 1990 e a anos 2000 (MARIZ; SAVOIA, 2005). A América do Norte produziu mais de 60% dos unicórnios[1] de 2020 e possui quatro dos cinco ecossistemas mais notáveis do setor (STARTUP GENOME, 2021). Os Estados Unidos, portanto, estabelecem-se como principal o polo do setor e, como consequência, possui a maior literatura disponível acerca do financiamento de *startups*. Ainda assim, a literatura estadunidense sobre os critérios de escolha dos investidores é heterogênea, com diversas publicações e resultados inconsistentes e dispersos (GRANZ, 2020). Assim, nesta pesquisa, tem-se a intenção de revisar o debate existente sobre o tema e consolidar os principais resultados encontrados.

Buscando melhor entender como é o processo de decisão dos investidores de VC para selecionarem seus negócios, foram analisados alguns dos principais debates sobre o assunto nas próximas subseções. O primeiro deles diz respeito aos tipos de investidores em VC, seguido pela comparação entre "*jockey*" e "*horse*". Por fim, há uma

[1] *Startups* que chegam a US$ 1 bilhão em *valuation* (Exame, 2022).

breve explanação sobre a visão disruptiva.

2.1 Tipos de investidores em *Venture Capital*

Mason (2007) definiu os principais tipos de investidores de VC. A distinção de cada categoria é relevante para que os empreendedores possam buscar os investidores mais adequados e alinhados com seus objetivos.

Os investidores de VC podem ser categorizados como informais e formais. Os (i) investidores anjo, que compõem o grupo informal, são indivíduos de alta renda que investem diretamente seu dinheiro, tempo e expertise nas empresas. Já os investidores formais incluem fundos independentes (ii), que levantam capital de instituições financeiras e investidores privados; fundos cativos (iii), que são subsidiárias de instituições financeiras que utilizam o capital da organização-mãe; investidores corporativos (iv), empresas não financeiras que investem em VC por razões estratégicas; fundos especiais (v), incentivados por benefícios fiscais em países como o Canadá e o Reino Unido; e fundos públicos (vi), financiados pelo governo para promover o desenvolvimento econômico (Mason, 2007).

As categorias de investidores formais e informais possui suas particularidades. Por exemplo, Maxwell (2011) destaca que os investidores formais costumam apostar em negócios mais maduros que oferecem menos riscos, enquanto os investidores anjo (informais) são mais presentes em negócios que estejam em fases precoces. Landstrom (1998) destaca que os investidores anjo são mais participativos nos negócios que financiam, atuando como cocriadores nos processos de criação das *startups*. Assim, buscou-se consolidar as principais diferenças dos critérios que cada categoria de investidores de *Venture Capital* utiliza na escolha de seus negócios.

2.2 *"Jockey" vs. "Horse"*

Uma grande discussão ligada ao processo de decisão de investidores de VC é se esses devem apostar no *jockey* (gestão) ou no *horse* (negócio/mercado) (Kaplan, 2009). Mason e Harrison (2011) mencionam alguns atributos de destaque ligados à gestão, como histórico profissional e integridade, e outros relacionados ao negócio, como potencial para alto lucro e segurança no investimento. Nesse contexto, ao passo que os investidores buscam apostar em negócios que possuam ambas (i) boa gestão/capital humano e (ii) bons produtos, na prática, diferentes investidores apostam mais em um dos componentes do que no outro (Kaplan, 2009).

De um lado, Kaplan et al. (2009) defendem que os fatores ligados ao *horse* são mais decisivos para o sucesso de uma start-up. Do outro, Gompers et al. (2020) afirmam o contrário, destacando a relevância do time que gere a empresa. Dessa forma, foi analisada a literatura disponível buscando um aprofundamento no debate e visando entender qual dos componentes se faz mais relevante.

2.3 Visão disruptiva

Outro debate de grande relevância para o mercado de VC é a perspectiva dos investidores sobre "inovações disruptivas". Uma visão disruptiva é aquela que detalha as deficiências no mercado atual e promete uma mudança de paradigma que marcará uma ruptura considerável em relação aos modelos de negócios e produtos anteriores em uma indústria ou mercado (Van Balen et al., 2019). A disrupção pode criar líderes no mercado e até alterar a demanda existente para novos produtos, serviços ou modelos de negócios (Van Balen et al., 2019).

De um lado, quando uma *startup* comunica ideias e produtos notavelmente inovadores, ela pode despertar investimentos iniciais que apostam no sucesso do negócio. De outro, há uma maior incerteza e riscos associados às visões muito disruptivas, o que pode ter um efeito negativo no investidor. Na presente pesquisa, a

literatura que tange esse debate foi revisada visando explorar o comportamento dos investidores a depender do nível de disruptividade transmitido pelas empresas.

3 MATERIAIS E METÓDOS

3.1 Revisão de literatura semi-sistemática

Esta pesquisa busca analisar a fase de *deal flow,* entendendo melhor os principais critérios de investimento de *venture capitalists.* Isso foi feito por meio de uma revisão de literatura que usa o conhecimento publicado até então em periódicos acadêmicos, visando compilar a geração de conhecimento científico sobre VC/PE no país e internacionalmente.

Nesse sentido, foi escolhido o método de revisão semi-sistemático ou também chamado de meta-narrativo. Essa estratégia é útil para trabalhar com temas complexos, comparando trabalhos passados e seus achados (Wong, et al., 2013). Esta metodologia foi desenvolvida por Greenhalgh et al. (2004); depois, Wong et al. (2013) criaram padrões e orientações sugerindo o que uma revisão desse tipo deveria conter. Ela é útil por combinar o processo de uma revisão sistemática (a qual permite uma seleção de artigos de forma metódica) com uma abordagem narrativa dos resultados (que possibilita uma maior discussão dos achados) (Greenhalgh, 2004). Wong et al. (2013) definem cinco princípios que diferenciam esse tipo de revisão: (a) pragmatismo, que busca soluções práticas para os problemas; (b) pluralismo, que integra diferentes pesquisas e métodos; (c) historicidade, que contextualiza os estudos ao longo do tempo; (d) contestação, que encoraja a análise crítica; e (e) reflexividade, que enfatiza a autorreflexão sobre o trabalho realizado.

3.2 Seleção dos artigos

Foram selecionados 38 artigos sobre o tema com palavras-chave como: *venture capital*, financiamento, investimento, tomada de decisão, inovação e disrupção. As datas de publicação vão de 1985 até 2024, com maior concentração entre 1996 e 2018 (Gráfico 1). Os principais periódicos usados como meio de publicação foram *Journal of Business Venturing*, *International Small Business Journal*, *Regional Studies, Research Policy*, *The Journal of Finance* e *Venture Capital* (Gráfico 2). A seleção dos artigos foi feita em geral através da plataforma da Elsevier, principal editora científica e empresa de análise de dados do mundo, para garantir qualidade. Inicialmente, também usou-se o *Journal Impact Factor*, métrica que avalia a relevância e qualidade dos periódicos, para examinar os jornais selecionados. Contudo, a métrica foi muitas vezes considerada problemática (Nature, 2018) e por fim optou-se pelo seu abandono. Não foram usados periódicos nacionais dado o número restrito de estudos científicos e acadêmicos sobre o tema da pesquisa na literatura brasileira quando comparada com a estrangeira.

Gráfico 1: Número de artigos publicados em intervalos de 11 anos

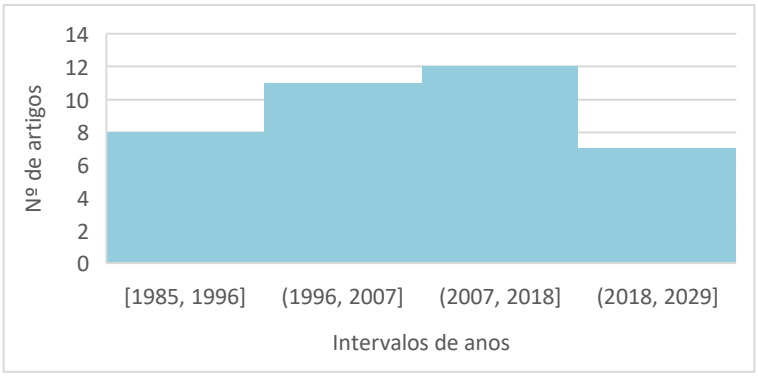
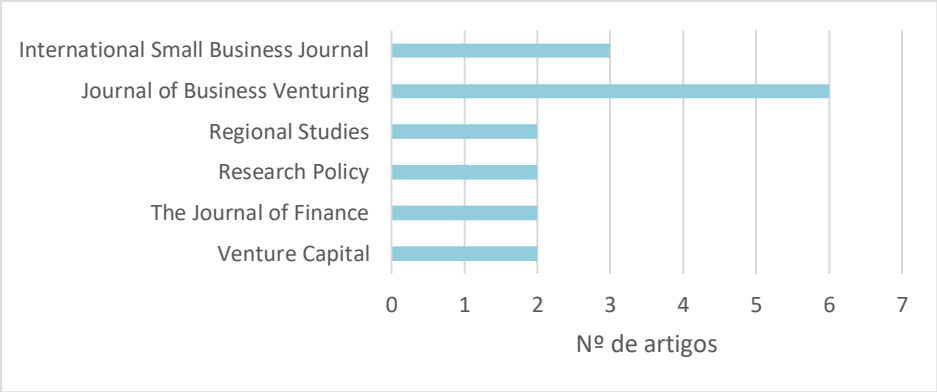
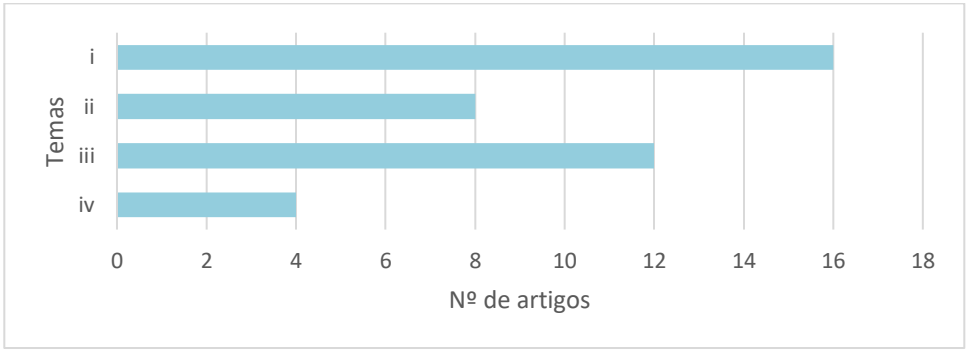


Gráfico 2: Número de artigos publicado por periódico entre 1985 e 2024



Analisando os artigos encontrados, foram destacados quatro debates principais que se relacionassem com o objetivo da pesquisa, a qual buscava melhor entender o comportamento e os critérios dos *venture capitalists* para seus investimentos: (i) diferenças entre os processos de decisão de cada categoria de investidor de VC; (ii) a relação entre VC, o poder público e desenvolvimento econômico nacional; (iii) *jockey vs. Horse*; (iv) impacto de ideias inovadoras e disruptivas (Gráfico 3). Assim, na seção de resultados desta pesquisa, cada tema foi explorado e debatido.

Gráfico 3: Artigos por Tema



4 RESULTADOS

4.1 Tipos de investidores em *Venture Capital* e suas peculiaridades

A distinção entre os tipos de investidores de VC se faz essencial uma vez que cada categoria busca características diferentes para seus negócios. A compreensão de cada grupo é, portanto, essencial para que os empreendedores possam buscar os investidores mais alinhados com suas expectativas. Na revisão da literatura

selecionada, foi observado material notavelmente interessante sobre os investimentos corporativos (um dos tipos de investidores formais de VC) e informais.

Ao que tange os investimentos corporativos, Sykes (1990) destaca suas motivações estratégicas, diferentemente dos fundos privados de VC, que buscam exclusivamente retorno financeiro. Diferentemente de produzir inovação internamente (por exemplo, com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)) ou adquirir inovação externa (por exemplo, com Fusões e Aquisições), programas de *Corporate Venture Capital* (CVC) são criados por empresas estabelecidas para realizar investimentos em participações minoritárias em empreendimentos em estágio inicial (Song Ma, 2016). No geral, as empresas investem em tal modalidade para desenvolver novas ideias de negócio, buscando adquirir informação e conhecimento inovador de outros empreendedores (Song Ma, 2016) e assim aumentar suas receitas (Benoit, 2010). Além disso, as empresas usualmente escolhem *startups* que operam em setores semelhantes, mas com diferentes bases de conhecimento, e costumam manter o ciclo de CVC por cerca de quatro anos, o qual é tempo médio necessário para assimilar as novas informações (Song Ma, 2016).

Ainda, Gaba e Bhattacharya (2011) adicionam que firmas que investem em *startups* no formato de CVC querem sustentar a inovação de seus negócios a nível competitivo similar aos de seus competidores. Se o nível de inovação estiver muito acima ou abaixo dos rivais, as empresas diminuem seus investimentos. Isso porque se o desempenho é superior, a empresa acredita que já possui um grau de competitividade bom o suficiente, o que não demanda grandes mudanças. Caso a competitividade esteja muito inferior, o desempenho negativo da empresa a faz buscar melhorar o *status quo* ao invés de almejar grandes inovações que possam arriscar ainda mais seus negócios.

Dushnitsky e Yu (2022) chamam de “janela para tecnologia” a possibilidade de inovação que as *startups* apresentam para as empresas que investem em CVC. Contudo, vão além, discutindo a importância da localização geográfica das empresas na forma em que conduzem seus investimentos. Em países desenvolvidos, as economias são impulsionadas pela inovação, mas nos países em desenvolvimento, como é caso de Brasil, Malásia e China, as economias são focadas em eficiência. Assim, esses países buscam adaptar tecnologias que já existem no exterior para os mercados domésticos de forma a impulsionar crescimento econômico. Assim, enquanto nos Estados Unidos a atividade de CVC é mais comum em indústrias de investimento intenso em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), como de computadores, semicondutores e telecomunicação, na China é maior em indústrias de P&D moderado, como de educação, vendas online e brinquedos.

Já ao que tange os investidores informais, Landstrom (1998) aponta que, anteriormente, eles eram como meros financiadores de pequenas empresas que tratavam seus investimentos como objetos. No entanto, têm-se visto que esses investidores operam mais como empreendedores e cocriadores que veem as empresas em que investem como sujeitos e não apenas objetos, se envolvendo muito mais nas operações diárias da empresa (Sudek, 2006).

Os investidores informais são uma classe de investidores bastante distinta que não só oferece financiamento externo, mas também possui amplo conhecimento empreendedor e profissional nas áreas em que atuam, já que a maioria dos investidores-anjos tem um *background* no empreendedorismo (Landstrom, 1998). Landstrom (1998) também destaca que esses investidores usam de sua rede pessoal de conhecidos para acessar oportunidades de negócio. Dessa forma, eles operam de maneira diferente dos outros investidores, pois buscam desenvolver as *startups* a longo prazo junto com os fundadores, em vez de buscar retornos rápidos. Além disso, eles analisam as oportunidades de negócio de forma distinta, com menos ênfase em análises financeiras e investindo conforme surgem oportunidades interessantes

(Sudek, 2006). Mason e Harrison (1996) chegam a classificar esse processo como ‘não científico’, devido ao uso da intuição na seleção de investimentos.

Ademais, uma grande ênfase dada na literatura em relação a esses investidores é que eles operam de forma regional, apostando em negócios geograficamente próximos (Mason & Harrison, 1996; Colombo, 2019; Mason, 2007; Zook, 2004). Colombo et al. (2019) verificaram que o investimento em VC diminui com o aumento da distância geográfica entre o investidor e a empresa, sendo que casos de distâncias maiores que 250km e de investimentos em outros países são praticamente inexistentes. Tais casos de investimentos estrangeiros ocorrem apenas com investidores-anjo de alta reputação que conseguem realizar negócios em outros países, com distância máxima média de 500km. Zook (2004) destaca que, investindo em regiões próximas, é facilitado o fluxo de informações entre os investidores e as empresas – e até mesmo com outros *stakeholders* como fornecedores e clientes. Zook (2002) destaca a importância da proximidade geográfica para o acesso a recursos além de capital financeiro, usando como exemplo o desenvolvimento concentrado da indústria da internet em certas regiões dos Estados Unidos. O autor mostra que mesmo nesse ramo, em que a distância não deveria ser grande obstáculo dado o acesso à telecomunicação, foi necessária a proximidade geográfica para combinar rapidamente os recursos necessários para o desenvolvimento dessa indústria.

Outro debate interessante está ligado ao surgimento de sindicatos de investidores-anjos. Mason e Harrison (1996) explicam que esse tipo de organização une cerca de 25 a 75 investidores-anjos com um ou alguns gestores, os quais selecionam alguns investimentos para serem votados e escolhidos pelo grupo. Botelho e Mason (2024) ainda destacam que os líderes dos grupos deixam o processo de seleção de investimentos mais eficiente uma vez que buscam o que os membros precisam (satisfação) ao invés do que querem (desejo).

De acordo com Mason e Harrison (1996), os sindicatos possuem inúmeros benefícios já que reduzem ineficiências e riscos, o que torna o mercado de investimento informal de VC mais acessível e atraente para investidores de alto patrimônio e preenchem a lacuna de capital entre pequenos investimentos e grandes fundos de capital de risco. Além disso, os sindicatos conseguem oferecer um financiamento subsequente e de maior duração que investidores que operam individualmente, agregam maior valor às *startups* devido à diversidade de expertise entre os membros e têm maior credibilidade para operações com outros fundos de investimento, que costumam ter receios de operações com investidores anjos individuais (Mason & Harrison, 1996).

Mason (2007) destaca que, devido à falta de informações públicas sobre *startups*, os riscos são elevados. Portanto, a união de diferentes profissionais, como contadores, administradores e consultores num ambiente como o do sindicato é vantajosa, pois esses profissionais atuando juntos conseguem reduzir as incertezas para os investidores. Mason et al. (2016) acrescentam que o crescimento desses conglomerados, ao unir recursos, experiências e conhecimento, vem promovendo a padronização da avaliação de investimentos e tornando-a menos subjetiva.

Por fim, Maxwell et al. (2011) destacam que, enquanto os investidores formais de VC geralmente operam em fases mais maduras das empresas, visto que possuem menos riscos, os investidores-anjos são os mais relevantes para empresas em estágios iniciais de crescimento. Muitas vezes, os investidores formais até mesmo exigem como requisito que as empresas em que irão operar já tenham investimentos pré-existentes. Assim, fica claro a importância e potencial que essa modalidade de investimento possui para auxiliar empresas a crescerem desde seus estágios mais primários.

Portanto, fica clara a importância da diversidade de perfis de investidores na indústria de VC pois cada um contribui de maneira distinta para o desenvolvimento de

startups. Por exemplo, empresas estabelecidas investem em CVC buscando estrategicamente novas ideias de negócio. Já os investidores anjos se envolvem de forma mais profunda com as empresas em que investem, oferecendo não apenas capital, mas também *expertise* e redes de contato valiosas, especialmente a nível regional. Assim, é importante que os empreendedores diferenciem cada categoria de investidor para buscarem o que for mais adequado e maximizar as oportunidades de financiamento, sucesso e inovação.

4.2 A relação entre VC, o poder público e desenvolvimento econômico nacional

Também buscou-se estudar a relação de VC e seu potencial de fomentar o desenvolvimento econômico de um país, com foco em países em desenvolvimento como o Brasil.

Na revisão da literatura selecionada, reparou-se o potencial do investimento informal de VC. Bygrave et al. (2003) concluiu que, no geral, investidores informais aplicam mais dinheiro que os formais no mercado de VC, representando cerca de 62% do investimento total. Contudo, comparando as 18 principais nações empreendedoras, tem-se que o Brasil possui a menor porcentagem de Produto Interno Bruto (PIB) alocados em investimento informal de VC. Mason e Harrison (1996) destacam a importância desse tipo de investidor para o desenvolvimento econômico devido a suas características geográficas. Ao passo que os investidores formais são geograficamente mais concentrados, os informais são mais constantes e espalhados.

Além disso, como discutido anteriormente, os investidores-anjo operam localmente, aproveitando suas redes pessoais e a necessidade de contato frequente com as empresas investidas, o que pode ajudar a reter e reciclar a riqueza regional. Assim, tem-se que esse mercado representa um potencial interessante para crescimento que ainda não é explorado de forma satisfatória no país (Mason & Harrison, 1996).

Por outro lado, é necessário notar que a forma que VC pode contribuir para a economia em países em desenvolvimento é diferente da forma que atua em países desenvolvidos. Como mencionado, as economias desenvolvidas são impulsionadas pela inovação enquanto as em desenvolvimento buscam aumentar eficiência (Dushnitsky; Yu, 2022). Assim, em países como o Brasil, é importante que o governo priorize eficiência ao invés de focar no desenvolvimento de invenções inovadoras. Tal ponto está em concordância com o artigo de Engel (2015), que menciona o caso de sucesso do Porto Digital de Recife, iniciativa que uniu academia, governo e setor privado para revitalizar o centro histórico em um parque tecnológico urbano próspero financiada pelo Banco Mundial em 1997. Engel (2015) diz que esse foi um exemplo de sucesso pois foi possível aproveitar as capacidades regionais pré-existentes como as empresas e universidades de tecnologia, as quais eram consideráveis em tal região.

Há também a modalidade de investimento público em VC, a qual tem como objetivo o desenvolvimento econômico. Em alguns casos, obtém-se resultados de sucesso como o da Escócia (Hood, 2000). Contudo, esse tipo de investimento não é tão comum e necessita de vários fatores para funcionar, como a necessidade de profissionais altamente qualificados para administrar os fundos públicos e a confiança da população na capacidade do governo para gerir tais investimentos (Hood, 2000). Nesse contexto, Mason e Pierrakis (2009) também defendem que o VC público a nível regional é ineficiente e não é capaz de prover o investimento necessário para as empresas se desenvolverem.

Dito isso, vê-se que a literatura anterior na temática está em consenso quando diversos autores afirmam que incentivar negócios já existentes (ou seja, com priorização do investimento às empresas existentes) é geralmente mais eficiente e eficaz para países em desenvolvimento do que atrair indústrias totalmente inovadoras.

Ademais, pensando no papel que o setor público pode ter no desenvolvimento

dessa indústria e da economia nacional, é válido o trabalho feito por Mason & Harrison (2002). Os autores afirmam que na verdade não há carência de capital disponível para *startups* e sim problemas no processo de conectar os investidores com quem precisa de financiamento. Para os pesquisadores, o papel do governo não deveria ser de aumentar ainda mais a oferta de capital disponível para os empreendedores e sim de auxiliá-los a apresentarem propostas melhores para os investidores-anjo. Isto é, atuar como intermediário entre quem tem e quem precisa de dinheiro para aumentar eficiência.

Ainda, Engel (2015) contribui nesse sentido quando ele aponta o perigo do governo investir demasiadamente em inovação uma vez que, mesmo bem-intencionado, pode fazer os empreendedores se tornarem dependentes do governo. Engel (2015) aponta que isso já ocorreu no Brasil em 1990, quando o governo apostou em significativos incentivos no Recife e Minas Gerais enquanto a economia estava aquecida, mas tal iniciativa tornou as regiões muito dependentes do governo. Posteriormente, o problema foi mitigado perto de 2000, quando outros *stakeholders* como universidades e empresas do setor privado agiram em conjunto com o governo no desenvolvimento das regiões. Engel (2015) defende que os governos devem se concentrar em proporcionais ambientes favoráveis para inovação, em que vários agentes como universidades, empresários, investidores e outros profissionais atuem.

Ademais, Engel (2015) destaca o sucesso do Vale do Silício, região próxima a São Francisco (Califórnia) nos Estados Unidos, o qual serve como modelo de conglomerado de inovação. De acordo com o autor, são oito os principais agentes que trabalham em conjunto para o sucesso da região: universidades, governo, empreendedores (donos das *startups*), investidores de VC, empresas maduras, centros de pesquisa, provedores de serviços (advogados, contadores etc.) e administradores (para ajudarem na gestão das *startups*).

Especificamente, o estudo do sucesso do Vale do Silício é relevante para entender como o governo pode atuar para facilitar a prosperidade de *startups* por meio de um exemplo prático. Engel (2015) aponta que o governo estadunidense foi essencial ao estabelecer uma legislação transparente na região, apoiar as universidades locais com contratos militares para a produção de soluções de defesa de rádio e radar, fornecer financiamentos para pesquisa e implementar políticas que transferiam a propriedade das invenções para as universidades, garantindo que estas recebessem crédito pelas invenções de seus alunos.

Por último, vale destacar que, em países em desenvolvimento, a intermediação do governo entre investidores e *startups* se faz ainda mais essencial. Isso porque, de acordo com Bertoni (2016), é mais difícil para o investimento de VC crescer em países menos desenvolvidos, pois os próprios empreendedores buscam menos esse tipo de financiamento. Isso ocorre pois como o grupo de possíveis investidores de VC é restrito nesses países, os custos de oportunidade para as *startups* procurarem essa modalidade de financiamento são muito altos e muitas acabam se autoexcluindo desse mercado.

Por fim, tem-se que o investimento em VC, especialmente da categoria informal, apresenta grande potencial para alavancar o desenvolvimento econômico em países como o Brasil. Ainda, para maximizar a eficiência desse setor, é necessária a contribuição de diversos agentes, incluindo o governo, universidades e empresas. Mais especificamente, o governo é um agente essencial ao agir como intermediário, facilitando a interações entre investidores e empreendedores.

4.3 *Jockey vs Horse*

Há um debate contínuo se os fundos de VC dão mais importância à ideia de negócio (*horse*) de uma empresa jovem ou à equipe de gestão da start-up (*jockey*). No geral, o

material existente sugere que tantos os investidores formais quanto os informais consideram os componentes humanos os mais relevantes (Gompers et al., 2020; Mason & Harrison, 1996; Sudek, 2006; Botelho, & Zygmunt, 2016; Macmillan, 1985; Narasimha, 1985; Zott & Huy, 2007; Guild, 1996).

Sudek (2006) concluiu que, dos 27 critérios mais relevantes na seleção de um investimento, os cinco primeiros são, em ordem decrescente: (1) entusiasmo do empreendedor; (2) confiabilidade do empreendedor; (3) potencial de vendas do produto; (4) expertise do empreendedor e (5) simpatia pelo empreendedor. Isto é, quatro dos cinco critérios são especificamente ligados ao *jockey.*

No Brasil, um estudo similar foi realizado por Amorim e Sarfati (2018) com a Gávea *Angels* (a associação mais antiga de investidores-anjo no país), e outros investidores, buscando identificar os principais critérios de investimento usados pelos investidores de *startups*. Os autores constataram que os critérios priorizados foram aqueles ligados ao empreendedor e seu time de gestão, sendo eles: (a) confiabilidade/honestidade do empreendedor; (b) entusiasmo/comprometimento do empreendedor; (c) time de gestão e (d) expertise de domínio do empreendedor. Ainda, os autores concluíram que numa lista de sete critérios priorizados em relação ao time de gestão, “paixão” e “resiliência” foram os mais relevantes numa análise de investimento.

Por outro lado, Kaplan et al. (2009) defendem que VCs deveriam dar mais importância no *horse* que no *jockey*. O estudo revela que empresas que abrem capital raramente mudam significativamente sua concepção do negócio inicial. Ou seja, um negócio inicial forte é necessário para o sucesso da empresa. Ademais, os autores afirmam que é comum a substituição de fundadores e gerentes iniciais visando a melhoria do negócio, em concordância com Bernstein (2017). Esse último concluiu que os times precisam ser substituíveis para que, quando a empresa crescer, outros investidores com direitos de controle possam atuar. Por fim, na mesma linha, Block et al. (2019) concluem que, embora a equipe de gestão seja um critério importante, geralmente se dá mais valor à taxa de crescimento da receita e ao valor agregado pelo produto ou serviço oferecido pela empresa.

Assim, tem-se que o debate acerca da importância do *jockey* e do *horse* na avaliação de *startups* por *venture capitalists* é de grande relevância. No geral, os resultados de pesquisas anteriores apontam que o capital humano de um negócio é o mais importante, mas não é unanimidade, havendo alguns estudos que destacam o *horse.*

4.4 Impacto de ideias inovadoras e disruptivas

Um debate antigo na indústria empreendedora está ligado ao impacto da inovação na visão dos investidores. Lieberman e Montgomery (1988) destacam que ser pioneiro em certa indústria traz grandes benefícios para as empresas, como vantagens de conhecimento e informação, patentes, e desenvolvimento de custos de substituição para fidelizar o comprador. Por outro lado, há desvantagens como problemas de cópias do modelo de negócio, mudanças nas necessidades dos clientes, e vários tipos de inércia organizacional. Nesse contexto, buscou-se na literatura artigos que discutissem se ser inovador atrai mais os investidores.

Robinson e Min (2002) defendem que as vantagens do pioneirismo e inovação superam os riscos. Engel e Keilbach (2006) chegaram a uma conclusão similar, constatando que as empresas financiadas por VC possuíam mais patentes do que as do grupo de controle, mesmo antes de receberem o investimento. Isso indica que os fundos de VC tendem a selecionar empresas com mais patentes, uma das principais métricas para avaliar o nível de inovação de uma empresa. Os autores concluem o artigo ressaltando que os investidores não focam em aumentar o nível de inovação das empresas, mas sim em auxiliar na administração e comercialização do negócio e por

isso já escolhem empresas com notória inovação.

Contudo, é relevante considerar que, em excesso, a inovação pode ter efeito contrário. Parhankangas e Ehrlich (2013) discutem a relação entre a promoção da inovação e a obtenção de financiamento de VC, encontrando uma relação em formato de U. Isto é, em níveis moderados, comunicar inovação é valorizado pelos investidores por indicar novidades no negócio. Contudo, o uso excessivo pode ser contraproducente, aumentando a percepção de risco do empreendimento devido a possíveis desafios no desenvolvimento de produtos e no processo de comercialização. Dessa forma, Parhankangas e Ehrlich (2013) concluem que é importante equilibrar a comunicação da inovação para não afastar potenciais investidores.

Ainda, Balen et al. (2019) agregam à discussão apontando que a visão disruptiva, ou seja, ideias que alteram profundamente organizações, mercados ou ecossistemas, é ao mesmo tempo vantajosa e desvantajosa. Argumentam que quanto mais a comunicação da visão de uma empresa retrata uma imagem disruptiva, maiores são as chances de obter financiamento rapidamente, pois seu apelo transformador fomenta a expectativa de retornos extraordinários para os investidores. No entanto, a imagem disruptiva também transmite incerteza quanto ao potencial de sucesso da empresa, desencorajando os investidores de fazerem investimentos de valor elevado. Ou seja, a visão disruptiva aumenta a probabilidade de obter financiamento rapidamente, mas diminui a grandeza dos investimentos que são recebidos pela empresa.

Dessa forma, o impacto da inovação e das ideias disruptivas na atração de investidores é multifacetada. A literatura revisada revela que há vantagens em ser pioneiro em uma indústria. Contudo, o excesso de inovação pode aumentar a percepção de risco e desencorajar investimentos substanciais. Assim, é essencial que o empreendedor saiba alinhar seus objetivos de financiamento com o nível de disrupção que seu negócio apresenta.

5 DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

Neste artigo, foi realizada uma revisão de literatura sobre os principais critérios que *venture capitalists* utilizam para escolher seus investimentos. A organização dos achados em quatro tópicos principais permitiu uma compreensão aprofundada de alguns dos debates mais relevantes no campo.

Entre as categorias de investidores, destacam-se os investidores corporativos/formais e os informais. Entender as particularidades de cada grupo é fundamental para os empreendedores, pois facilita a identificação dos investidores que melhor se alinham aos objetivos de suas empresas.

Outro ponto importante diz respeito à modalidade de *Corporate Venture Capital (CVC);* embora essa seja menos conhecida, ela possui grande potencial de desenvolvimento no Brasil. Este tipo de investimento é caracterizado por investidores corporativos que buscam principalmente novas ideias de produtos e tecnologias, com o objetivo de impulsionar a inovação dentro de suas próprias empresas. Diferentemente dos investimentos de VC tradicionais, que focam predominantemente no retorno financeiro pela performance das *startups*, os investidores em CVC priorizam o acesso a novas tecnologias e a criação de sinergias estratégicas, deixando o retorno financeiro como um objetivo secundário.

Adicionalmente, tem-se que no Brasil o investimento em VC caiu de US$ 7,7 bilhões em 2021 para apenas US$ 1,8 bilhões em 2023, conforme dados da LAVCA (inserir ano). Nesse contexto, é crucial aumentar o investimento na indústria, e os investidores informais apresentam um potencial ainda não plenamente explorado no país, como é possível perceber através dos trabalhos de Bygrave et al. (2003) e Mason e Harrison (1996). Adicionalmente, houve destaque para a relação entre VC, o governo e o desenvolvimento econômico nacional, com ênfase no papel do governo como

intermediário para criar um ambiente propício à inovação. O problema não parece residir na disponibilidade de capital, mas na falta de incentivos para o desenvolvimento da indústria, como discutido por Mason & Harrison (2002). Portanto, o apoio governamental pode ser eficaz e não necessariamente oneroso, agindo como facilitador entre investidores e empresários.

Por fim, a revisão abordou debates complementares relevantes, como a priorização do capital humano sobre a ideia de negócio na avaliação de *startups* pelos investidores. Embora haja divergências na literatura, a maioria dos estudos destaca a importância de características pessoais e habilidades da equipe de gestão. Já ao que tange à inovação, ser disruptivo oferece vantagens como redução de custos e criação de patentes, mas um excesso de inovação pode aumentar a percepção de risco entre os investidores. Assim, empreendedores devem considerar ambos os debates para entender melhor o comportamento dos investidores e alinhar suas estratégias de captação de recursos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para pesquisas futuras, é essencial continuar explorando a evolução dos critérios de seleção de investimentos na indústria de *Venture Capital*. Embora existam relatórios profissionais no Brasil, como os da LAVCA, KPMG, , Spectra, e Endeavor, que apresentam o cenário atual desse setor, a produção acadêmica nesse campo ainda tem espaço para crescer.

Recomenda-se o desenvolvimento de pesquisas mais aprofundadas e interdisciplinares, especialmente no que diz respeito à relação entre VC, o poder público e o desenvolvimento econômico nacional. A colaboração com especialistas em Economia e Políticas Públicas pode oferecer uma compreensão mais abrangente de como a indústria de VC pode contribuir para o crescimento econômico do Brasil.

O trabalho de Amorim e Sarfati (2018) é um exemplo positivo de como alinhar interesses de mercado com estudos científicos, ao comparar teorias acadêmicas sobre o processo decisório de investidores-anjo com a prática observada na associação Gávea *Angels*. No entanto, a amostra limitada desse estudo indica a necessidade de pesquisas adicionais com amostras mais amplas e incluindo outros tipos de investidores além dos anjos.

Com o desenvolvimento da literatura sobre o tema, também é viável segmentar as análises por setores específicos, como educação, agricultura e saúde, para proporcionar insights mais especializados e úteis para investidores e empreendedores brasileiros.

REFERÊNCIAS

DE AMORIM, Ronaldo Alves et al. Os Critérios de Investimento Utilizados pelos Investidores Anjo no Brasil: Uma Análise sobre suas Priorizações. **REMIPE**-Revista de Micro e Pequenas Empresas e Empreendedorismo da Fatec Osasco, v. 4, n. 1, p. 4-31, 2018.

BERNSTEIN, S.; KORTEWEG, A.; LAWS, K. Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment. **Journal of Finance**, v. 72, n. 2, p. 509–538, 1 abr. 2017.

BERTONI, F.; D'ADDA, D.; GRILLI, L. Cherry-picking or frog-kissing? A theoretical analysis of how investors select entrepreneurial ventures in thin venture capital markets. **Small Business Economics**, v. 46, n. 3, p. 391–405, 1 mar. 2016.

BLOCK, J. et al. Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, p. 329–352, 1 out. 2019.

BOTELHO, T.; MASON, C. 'All for one and one for all?' Business angel groups as collective action. **International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship**, 2024.

BYGRAVE, W. D. et al. Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor. **Venture Capital**, v. 5, n. 2, p. 101–116, abr. 2003.

COLOMBO, M. G.; D'ADDA, D.; QUAS, A. The geography of venture capital and entrepreneurial ventures' demand for external equity. **Research Policy**, v. 48, n. 5, p. 1150–1170, 1 jun. 2019.

DA GBADJI, Luc Armel G.; GAILLY, Benoit; SCHWIENBACHER, Armin. International analysis of venture capital programs of large corporations and financial institutions. **Entrepreneurship Theory and Practice,** v. 39, n. 5, p. 1213-1246, 2015.

DUSHNITSKY, G.; YU, L. Why do incumbents fund startups? A study of the antecedents of corporate venture capital in China. **Research Policy**, v. 51, n. 3, 1 abr. 2022.

ELANGO, Balasubramanian et al. How venture capital firms differ. **Journal of business venturing**, v. 10, n. 2, p. 157-179, 1995.

ENGEL, D.; KEILBACH, M. Firm-level implications of early stage venture capital investment - An empirical investigation. **Journal of Empirical Finance**, v. 14, n. 2, p. 150–167, mar. 2007.

ENGEL, Jerome S. Global clusters of innovation: Lessons from Silicon Valley. **California Management Review**, v. 57, n. 2, p. 36-65, 2015.

FLORIDA, Richard L.; KENNEY, Martin. Venture capital, high technology and regional development. **Regional Studies**, v. 22, n. 1, p. 33-48, 1988.

GABA, Vibha; BHATTACHARYA, Shantanu. Aspirations, innovation, and corporate venture capital: A behavioral perspective. **Strategic Entrepreneurship Journal**, v. 6, n. 2, p. 178-199, 2012.

HIL, Stephen et al. GEM 2023/2024 GLOBAL REPORT-25 YEARS AND GROWING. 2024.

GOMPERS, P. A. et al. How do venture capitalists make decisions? **Journal of Financial Economics**, v. 135, n. 1, p. 169–190, 1 jan. 2020.

GRANZ, Christian. **Three essays on venture capital: Exploring investment decisions of investors and selection decisions of investees**. 2020. Tese de Doutorado. Dissertation, Düsseldorf, Heinrich-Heine-Universität, 2020.

GREENHALGH, TRISHA et al. Diffusion of innovations in service organizations: systematic literature review and recommendations for future research. **Milbank** Q. 2004. Disponível em: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC2690184/> Greenhalgh

GUILD, Paul D; BACHHER, Jagdeep S. Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors. **Frontiers of Entrepreneurship Research**, v. 996, p. 363-76, 1996.

HOOD, N. Public venture capital and economic development: The Scottish experience. **Venture Capital**, v. 2, n. 4, p. 313–341, 2000.

KAPLAN, S. N.; SENSOY, B. A.; STRÖMBERG, P. Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. **Journal of Finance**, v. 64, n. 1, p. 75–115, fev. 2009.

LANDSTRÖM, Hans. Informal investors as entrepreneurs: Decision-making criteria used by informal investors in their assessment of new investment proposals. **Technovation**, v. 18, n. 5, p. 321-333, 1998.

LIEBERMAN, Marvin B.; MONTGOMERY, David B. First-mover advantages. **Strategic management journal**, v. 9, n. S1, p. 41-58, 1988.

MA, SONG. The life cycle of corporate venture capital. **The Review of Financial Studies**, v. 33, n. 1, p. 358-394, 2020.

MACMILLAN, Ian C.; SIEGEL, Robin; NARASIMHA, PN Subba. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. **Journal of Business venturing**, v. 1, n. 1, p. 119-128, 1985.

MASON, C. Venture capital: a geographical perspective. **Handbook of Research on Venture Capital**, Edward Elgar, Cheltenham, 86-112, 2007.

MASON, C.; BOTELHO, T.; ZYGMUNT, J. Why business angels reject investment opportunities: Is it personal? **International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship**, v. 35, n. 5, p. 519–534, 1 ago. 2017.

MASON, C.; HARRISON, R. Why "business angels" say no: A case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate. **International Small Business Journal**, v. 14, n. 2, p. 35–51, 1996.

MASON, C. M.; HARRISON, R. T. Barriers to investment in the informal venture capital sector. **Entrepreneurship and Regional Development**, v. 14, n. 3, p. 271–287, jul. 2002.

MASON, C.; PIERRAKIS, Y. Le capital-risque, les régions et la politique publique: le Royaume-Uni depuis le krach technologique de l'après-2000. **Regional Studies**, v. 47, n. 7, p. 1156–1171, 2013.

MAXWELL, A. L.; JEFFREY, S. A.; LÉVESQUE, M. Business angel early stage decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 212–225, mar. 2011.

MINARDI, ANDREA; BORTOLUZZO, A. Growth and Performance of Private Equity and Venture Capital Activity in Emerging Markets. **Latin American Business Review**, v. 23, n. 1, p. 49-72, 2022.

NATURE. What's wrong with the journal impact factor in 5 graphs. **Nature Index** (2018). Disponível em: <https://www.nature.com/nature-index/news/whats-wrong-with-the-jif-in-five-graphs>.

PARHANKANGAS, A.; EHRLICH, M. How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 4, p. 543–564, 2014.

ROBINSON, W. T.; MIN, S. Is the first to market the first to fail? Empirical evidence for industrial goods businesses. **Journal of Marketing Research**, v. 39, n. 1, p. 120–128, 2002.

SUDEK, Richard. Angel investment criteria. **Journal of Small Business Strategy**, v. 17, n. 2, p. 89-104, 2006.

SYKES, H. B. (1990), Corporate venture capital: Strategies for success**. Journal of Business Venturing, 5, (1), 37-47**.

VAN BALEN, T.; TARAKCI, M.; SOOD, A. Do Disruptive Visions Pay Off? The Impact of Disruptive Entrepreneurial Visions on Venture Funding. **Journal of Management Studies**, v. 56, n. 2, p. 303–342, 1 mar. 2019.

ZOOK, M. A. Grounded capital: Venture financing and the geography of the internet industry, 1994-2000. **Journal of Economic Geography**, v. 2, n. 2, p. 151–177, 2002.

ZOOK, M. A. The knowledge brokers: Venture capitalists, tacit knowledge and regional development. **International Journal of Urban and Regional Research**, v. 28, n. 3, p. 621–641, 2004.

ZOTT, C.; HUY, Q. N. How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources. **Administrative Science Quarterly**, v. 52, n. 1, p. 70–105, mar. 2007.

ZUNINO, D.; DUSHNITSKY, G.; PRAAG, M. VAN. HOW DO INVESTORS EVALUATE PAST ENTREPRENEURIAL FAILURE? UNPACKING FAILURE DUE TO LACK OF SKILL VERSUS BAD LUCK. **Academy of Management Journal**, v. 65, n. 4, p. 1083–1109, 1 ago. 2022.

WONG, GEOFF et al. RAMESES publication standards: meta-narrative reviews. **BMC Med** 11, 20 (2013). Disponível em <https://doi.org/10.1186/1741-7015-11-20>.