

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL
EM ADMINISTRAÇÃO – GESTÃO, INTERNACIONALIZAÇÃO
E LOGÍSTICA – PMPGIL

ODILO SCHWADE JUNIOR

INVESTIDORES ANJOS DE SANTA CATARINA:

Uma análise dos critérios de avaliação na tomada de decisão de investimentos em
startups

ITAJAÍ
2017

ODILO SCHWADE JUNIOR

INVESTIDORES ANJOS DE SANTA CATARINA:

Uma análise dos critérios de avaliação na tomada de decisão de investimentos em startups

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Administração: Gestão, Internacionalização e Logística da Universidade do Vale do Itajaí, como requisito à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Ovídio Felipe Pereira da Silva Junior

ITAJAÍ
2017

ODILO SCHWADE JUNIOR

INVESTIDORES ANJOS DE SANTA CATARINA

Uma análise dos critérios de avaliação na tomada de decisão de investimentos em startups

Esta dissertação foi julgada adequada para a obtenção do título de Mestre em Administração e aprovada pelo Curso de Mestrado Profissional em Administração: Gestão, Internacionalização e Logística da Universidade do Vale do Itajaí,

Área de Concentração: Gestão, Internacionalização e Logística

Itajaí, 24 de Outubro de 2017

Profa. Dra. Dinorá E. Floriani
Coordenadora do Programa

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Ovídio Felipe Pereira da Silva Junior
Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI – Orientador

Profa. Dra. Anete Alberton
Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI

Profa. Dra. Suzete Antonieta Lizote
Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI

Profa. Dra. Paula Regina Zarelli
Universidade Tecnológica Federal do Paraná - UTFPR

Sr. Anderson Godzkowski
Investidor Anjo, Notório Saber

Dedicatória

A todos os empreendedores, que muitas vezes foram chamados de loucos, e que não se cansam de buscar pelas mudanças e melhorias em nosso mundo.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente gostaria de agradecer a meus familiares, em especial minha mãe Kátia que sempre me acompanhou e apoiou incondicionalmente em todas as empreitadas de minha vida. Agradeço também a Vanessa pela compreensão, apoio e auxílio em vários momentos! Ao meu tio Sandro, pelos momentos de apoio e as deliciosas refeições nas tardias noites e finais de semana de estudo. Amo vocês! E a todos os demais familiares que compreenderam os momentos de ausência mas que também demonstraram apoio para que este objetivo seja cumprido.

Gostaria de agradecer também em especial ao meu amigo, mestre e orientador Prof. Ovídio Felipe Jr, que sempre discutiu, aconselhou e guiou durante os caminhos percorridos relacionados a esta pesquisa e também externos a este trabalho.

Agradeço também a Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI, pelo apoio e abertura para que pudesse aproveitar a oportunidade de realizar um mestrado. Nesta mesma instituição, agradeço a todos os professores e colaboradores do Programa de Mestrado Profissional em Administração – PMPGIL.

Com carinho especial também agradeço a todos os colegas de turma, os quais passamos diversos momentos, de alegria, de ansiedade e de um mix de sentimentos onde a união e a alegria do grupo sempre fortaleceu para que conseguíssemos atingir nossos objetivos nesta empreitada.

É difícil mencionar todas as pessoas que contribuíram durante este caminho, mas com certeza, estas sabem o como sou grato.

Por fim, agradeço especialmente a todos os incansáveis empreendedores que buscam realizar sonhos, resolver os problemas de nossa sociedade e gerar as mudanças que precisamos para nosso mundo.

Por um mundo mais empreendedor, obrigado!

"Here's to the crazy ones. The misfits. The rebels. The troublemakers. The round pegs in the square holes. The ones who see things differently. They're not fond of rules. And they have no respect for the status quo. You can quote them, disagree with them, glorify or vilify them. About the only thing you can't do is ignore them. Because they change things. They push the human race forward. While some may see them as the crazy ones, we see genius. Because the people who are crazy enough to think they can change the world, are the ones who do."

Narrated by Steve Jobs – Apple Think Different

RESUMO

Segundo estudos cerca de 80% das propostas apresentadas para investidores anjos são rejeitadas logo nas primeiras interações por critérios considerados importantes e não atingidos. Por ser considerado um investimento de alto risco, bancos e instituições financeiras tradicionais não estão dispostas a assumirem tais riscos da aplicação de capital. Esta pesquisa teve como objetivo elencar os critérios utilizados por investidores anjos catarinenses na tomada de decisão de investimento em startups. O recurso de capital investido por Investidores Anjos são fonte para startups em estágio inicial. Neste sentido, além do recurso financeiro, por esses investidores anjos serem ou foram executivos e empresários, também podem colaborar com o desenvolvimento do negócio por meio de suas experiências profissionais e até utilizar sua rede de contatos para abrir novas oportunidades aos empreendedores. Por meio de entrevistas semiestruturadas com oito investidores anjos de destaque no cenário catarinense, que no total investiram em cerca de 70 startups, elencaram-se os critérios mais utilizados em suas análises de oportunidades de investimento em startups. Percebeu-se que alguns critérios, devido ao contexto do Brasil e ao estágio das startups, não são utilizados pelos investidores. Foram identificados dois novos critérios de análise de oportunidade de investimento em startups, além dos já encontrados na literatura, que são: o potencial de exploração de mercado internacional e a capacidade do empreendedor de receber feedbacks, ouvir e gerar aprendizado elencado pelo termo *coachable*. Concluiu-se que muitas das análises realizadas pelos investidores anjos catarinenses tem foco no empreendedor, pois acreditam que devido ao estágio inicial do negócio, várias características da startup poderão mudar, porém os empreendedores que estarão liderando essas mudanças. **APLICABILIDADE:** para empreendedores em busca de investimento podem compreender quais os principais pontos de análise realizados por um investidor anjo; aspirantes a investidores podem assimilar melhor o processo e critérios de análise de uma oportunidade de investimento. **REPLICABILIDADE:** é possível replicar o estudo em diferentes regiões, comparando os resultados e ampliando a percepção dos investidores em outros locais. **INOVATIVIDADE:** encontraram-se dois novos critérios utilizados por investidores anjos na análise de investimento: potencial de internacionalização e *coachable*.

Palavras Chave: investidor anjo; capital de risco; startups.

ABSTRACT

According to studies, about 80% of the proposals presented to angel investors are rejected as early as the first interactions, because criteria considered important are not met. Traditional financial institutions and banks consider these to be high-risk investments, and are unwilling to assume the risks of investing capital. The aim of this research is to list the criteria used by angel investors in the southern Brazilian state of Santa Catarina in the process of decision-making in startup investments. The capital invested by angel investors are a source for early-stage startups. Besides offering financial resources, these angel investors either are or have been executives and businessmen themselves, and are able to help the business development through their experiences, or use their networks of contacts to explore new opportunities. Using semi-structured interviews with eight well-known angel investors of Santa Catarina who invested in seventy startups, the criteria they use to analyze an investment opportunity are listed. It was observed that some of the criteria, due to the Brazilian market and the early stage of the startup, are hardly used by them. Two new criteria of startup investment analysis were mentioned, adding to what was found on the literature review: the potential to explore the international market, and whether the entrepreneur was coachable. We concluded that most of the analysis done by the angel investors is focused on the entrepreneur him/herself, because they believe that in the early stages of a business, many of the startup characteristics will change, but the entrepreneur will lead these changes. **APPLICABILITY:** entrepreneurs seeking investment can understand the main points used in the analysis of angel investors; new angel investors can have a better understanding of the process and criteria to analyze an investment opportunity. **REPLICABILITY:** it is possible to replicate the study in different regions, comparing results and amplifying the perception of angel investors. **INNOVATIVITY:** two new criteria used by angel investors were found: the potential to explore international markets, and the coachability of the entrepreneur.

Key words: angel investor; venture capital; startup;

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Características e impacto das incubadoras	15
Figura 2 - Publicações anuais com termo venture capital na base WoS	21
Figura 3 - Modelo de processo de decisão nas atividades de investimento de VC ..	23
Figura 4 - Comparação de modelos de processo de investimento de VC	25
Figura 5 - Número de publicações anuais com termos Investidores Anjos na base Web of Science	29
Figura 6 - Quantidade de citações por ano sobre Investidores Anjo	30
Figura 7 - Sobreposição dos artigos por similaridade de publicação	31
Figura 8 - Processo do Investimento Anjo	33
Figura 9 - Modelo de processo do Investimento Anjo	35
Figura 10 - Eliminação de oportunidades de Negócios por IAs	41
Figura 11 – Desenho da Pesquisa	55

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - As características do comportamento empreendedor	9
---	---

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Classificação dos critérios por IAs brasileiros.....	43
Tabela 2 - Critérios utilizados pelos IAs da categoria Produto.....	60
Tabela 3 - Critérios utilizados por IAs da categoria Mercado.....	69
Tabela 4 - Critérios utilizados por IAs da categoria Empreendedor.....	80
Tabela 5 - Critérios utilizados por IAs da categoria Finanças.....	91
Tabela 6 - Critérios utilizados por IAs da categoria Investimento.....	104
Tabela 7 - Quantidade de menções por categoria.....	119
Tabela 8 - Critérios utilizados pelos entrevistados.....	120
Tabela 9 - Os critérios mais utilizados por IAs catarinenses.....	121
Tabela 10 - Journals e publicações relacionadas ao tema Venture Capital.....	148
Tabela 11 – Nro. de citações e fator de impacto sobre VC na WoS.....	149
Tabela 12 – Nro. de citações e fator de impacto sobre IA na WoS.....	150

LISTA DE ABREVIATURAS

ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ANPROTEC	Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores
B2B	<i>Business-to-Business</i> : transações entre negócios
GEM	<i>Global Entrepreneurship Monitor</i> (Monitor Global de Empreendedorismo)
IA	Investidor Anjo
IP	<i>Intellectual Property</i> – Propriedade Intelectual
NIT	Núcleo de Inovação Tecnológica
NVCA	<i>National Venture Capital Association</i> (Associação Nacional de Capital de Risco – EUA)
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico)
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
ROI	<i>Return on Investment</i> (retorno sobre investimento)
VC	Venture Capital

SUMÁRIO

RESUMO	iv
ABSTRACT	v
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	vi
LISTA DE QUADROS	vii
LISTA DE TABELAS	viii
LISTA DE ABREVIATURAS	ix
1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Contextualização do tema e problema de pesquisa.....	1
1.2. Definição do problema e pergunta de pesquisa	4
1.3. Objetivos.....	4
1.3.1. Objetivo geral.....	4
1.3.1. Objetivos específicos.....	5
1.4. Relevância científica e prática	5
1.5. Estrutura do trabalho	6
2. A PROBLEMÁTICA E O ESTADO DA ARTE	8
2.1. Empreendedorismo e inovação	8
2.2. Incubadoras de empresas e startups	13
2.3. Investidores de Capital de Risco e Investimento Anjo.....	20
2.3.1. Capital de Risco (<i>Venture Capital</i>)	20
2.3.2. Investidores anjos	28
2.3.2.1. Processo de Tomada de Decisão dos Investidores Anjos	32
2.3.2.2. Critérios utilizados por IAs na tomada de decisão.....	37
2.4. Considerações sobre a problemática e estado da arte	44
3. METODOLOGIA	46
3.1. Natureza e tipo de pesquisa	46
3.2. Sujeitos da pesquisa.....	46
3.3. Categorias de estudo.....	48
3.4. Objeto da Pesquisa	49
3.5. Procedimentos, instrumentos e técnicas de coleta de dados.....	51
3.6. Procedimentos e Técnicas de análise dos dados e sistemas utilizados	51
3.7. Dinâmica da Pesquisa	53
3.8. Desenho da Pesquisa.....	55
3.9. Caracterização dos Investidores Anjo Entrevistados	56
4. DESENVOLVIMENTO TEÓRICO E PRÁTICO DA SOLUÇÃO E DA APLICAÇÃO	59

4.1. Análise dos Critérios utilizados por investidores anjo na tomada de decisão de investimento	59
4.1.1. Categoria Produto.....	59
4.1.1.1. Análise da categoria Produto.....	59
4.1.1.2. Critério Interesse/Benefício	60
4.1.1.3. Critério Status	62
4.1.1.4. Critério Possibilidade de Proteção.....	64
4.1.1.5. Critério Inovação/qualidade	66
4.1.2. Categoria Mercado	68
4.1.2.1. Análise da Categoria Mercado	68
4.1.2.2. Critério Tamanho do Mercado.....	69
4.1.2.3. Critério Engajamento dos Clientes	72
4.1.2.4. Critério Potencial de Crescimento	73
4.1.2.5. Critério Fornecimento/Distribuição	74
4.1.2.6. Critério Dinâmica do mercado	75
4.1.2.7. Critério Internacionalização	77
4.1.3. Categoria Empreendedor	79
4.1.3.1. Análise da Categoria Empreendedor.....	80
4.1.3.2. Critério Experiência na Indústria.....	82
4.1.3.3. Critério Histórico	83
4.1.3.4. Critério Paixão/Comprometimento.....	85
4.1.3.5. Critério Integridade/confiabilidade	86
4.1.3.6. Critério Conhecimento da Tecnologia	88
4.1.3.7. Critério Coachable	89
4.1.4. Categoria Finanças.....	90
4.1.4.1. Análise da Categoria Finanças.....	91
4.1.4.2. Critério Expectativas.....	92
4.1.4.3. Critério Rentabilidade / Realismo	93
4.1.4.4. Critério Capitalização / Fluxo de caixa	94
4.1.4.5. Critério Tamanho do Investimento.....	94
4.1.4.6. Critério Plano de Negócios / Apresentação.....	96
4.1.4.7. Critério ROI / Valuation.....	99
4.1.4.8. Critério Liquidez.....	101
4.1.5. Categoria Investimento.....	103
4.1.5.1. Análise da Categoria Investimento	103
4.1.5.2. Critério Características do time	104
4.1.5.3. Critério Fit com Empreendedor.....	106

4.1.5.4. Critério Fit com o Negócio	108
4.1.5.5. Critério Localização	110
4.1.5.6. Critério Origem da Indicação	112
4.1.5.7. Critério Co-investimento	114
4.1.5.8. Critério Papel do Investidor	117
4.2. Análise dos resultados encontrados	119
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	125
5.1. Limitações da pesquisa	127
5.2. Sugestões de pesquisas futuras.....	127
5.3. Sugestões para incubadoras de empresas	128
5.4. Sugestões para Empreendedores	129
5.5. Sugestões para Investidores Anjos	129
5.6. Aplicabilidade, inovatividade e replicabilidade.....	130
5.7. Lições aprendidas.....	130
6. REFERÊNCIAS	132
APÊNDICES	142
APÊNDICE 1: Roteiro para entrevista semiestruturada com Investidores Anjos catarinenses.	142
ANEXOS	147

1. INTRODUÇÃO

Esta seção aborda a contextualização do tema, elencando brevemente os principais temas desta dissertação, que serão discutidos em detalhes na seção dois, contextualizando a pesquisa, além de definir o problema de pesquisa, os objetivos, a relevância para o mercado e para academia e a estrutura deste estudo.

1.1. Contextualização do tema e problema de pesquisa

A academia e o governo presumem que a taxa de crescimento de empreendedores poderia naturalmente resultar em crescimento do número de empregos e da economia, e o empreendedorismo tem sido amplamente visto como uma importante ferramenta para desenvolver a economia (LECUNA; COHEN; CHAVEZ, 2016).

Desde a década de 1950 o economista austríaco Joseph A. Schumpeter apontava a importância do empreendedor para movimentar a ordem econômica, criando novos produtos ou serviços (SCHUMPETER, 1949). Neste sentido, a inovação era uma das funções do empreendedor em fazer novas coisas ou fazer as coisas que já vinham sendo feitas de novas maneiras (LAZZAROTTI *et al.*, 2015). Segundo a OECD (2005) inovação pode ser considerada a implementação de um novo ou aprimorado produto (bem ou serviço), novos métodos de marketing ou métodos organizacionais nas práticas de negócio, na organização do local de trabalho ou nas relações externas.

Ainda, os conceitos estudados na academia relacionados ao processo de empreender (SHANE, 2003) também estão conectados com a inovação, informando que em situações em que novos bens, serviços, matérias-primas, mercados e processos organizacionais, que sejam tecnologicamente e mercadologicamente viáveis (ECKHARDT; SHANE, 2013) e possam gerar lucros, são oportunidades empreendedoras.

Grandes inovações têm remodelado indústrias inteiras (JOHNSON; CHRISTENSEN; KAGERMANN, 2008). Como exemplos, o caso do Airbnb, que modificou o mercado de acomodações, o caso da Apple com o iPod e o iTunes, seguido pelo Spotify que modificaram o mercado da música (FLEURY; CALIXTO,

2016). Muitas destas novas empresas são resultado de pesquisas geradas em instituições de ensino ou pesquisa, onde estudantes, egressos ou funcionários usam das tecnologias desenvolvidas para oferecer produtos ou serviços inovadores que resolvem necessidades do mercado (SOETANTO; JACK, 2016). A geração de empresas por instituições de pesquisa e universidades é considerada uma das formas mais efetivas de exploração e comercialização de novos conhecimentos e tecnologias (STAL; ANDREASSI; FUJINO, 2016).

Estas novas empresas passaram por uma fase onde foram chamadas de startups, que são organizações formadas para buscar um modelo de negócios viável, que seja repetível e escalável (BLANK; DORF, 2014), criando novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza (RIES, 2012). Muitas startups se utilizam de ambientes para desenvolver suas inovações, como as incubadoras de empresas, que guiam estas organizações em seu processo de crescimento (AERTS; MATTHYSSENS; VANDENBEMPT, 2007).

As startups desempenham um papel crucial em promover a competitividade, estimular a inovação e apoiar o surgimento de setores totalmente novos (COLOMBELLI; KRAFFT; VIVARELLI, 2016; DEJARDIN, 2011). O surgimento de novas indústrias, tais como semicondutores, biotecnologia e da internet, bem como a introdução de várias inovações por meio de um espectro de setores de cuidados de saúde, tecnologia da informação e novos materiais, tem sido impulsionado em grande parte pela disponibilidade de capital de risco para novas startups (NANDA; RHODES-KROPF, 2013).

Devido à grande possibilidade de falhar, pois não possuem a experiência de gestão necessária e as habilidades para levantar investimento de capital de risco nas fases iniciais, as startups contam com o papel das incubadoras de empresas para auxiliá-las com estes obstáculos, porém resultados empíricos demonstram que esse papel não está sendo efetivo (RUBIN; AAS; STEAD, 2015). Como são esperadas grandes taxas de crescimento nas startups, o que, na maioria das vezes, requer altos investimentos iniciais que os bancos tradicionais geralmente não estão dispostos a financiar (ENGEL; KEILBACH, 2007), o Capital de Risco (do inglês, *Venture Capital* – VC) tem atraído grande destaque como um tipo distinto de financiamento que pode

gerar desempenho acima da média para startups em ambientes de elevada incerteza (ROSENBUSCH; BRINCKMANN; MÜLLER, 2013).

Dentro do mercado de capital de risco, há um papel importante dos Investidores Anjo (IA), investidores informais que investem, de sua própria riqueza, em novos negócios em crescimento onde não possuem conexões diretas ou familiares (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011), tipicamente em troca de uma participação minoritária (WRIGHT; ROBBIE, 1998).

A maioria dos IA são ou foram empreendedores de sucesso ou experientes executivos (FLORIN; DINO; HUVAJ, 2013; HSU *et al.*, 2014). Neste sentido, além de prover recursos financeiros, complementam os negócios com habilidades comerciais, experiência empreendedora e rede de contatos (LAHTI, 2011). Os investidores anjos são uma importante fonte de financiamento para empreendedores com startups em estágios iniciais (HELLMANN; THIELE, 2015).

Ao avaliar uma oportunidade de investimento, os IAs utilizam um processo de tomada de decisão que começa na recepção das propostas, uma avaliação inicial onde a grande maioria é rejeitada por critérios importantes não atingidos (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011), podendo chegar a uma etapa de confirmação de informações mais detalhadas, negociação e concretização do investimento (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007). Desta forma, é importante para os empreendedores em busca de recursos financeiros entenderem melhor os fatores que influenciam a tomada de decisão desses indivíduos ao investir em uma startup (BRUSH; EDELMAN; MANOLOVA, 2012).

Releva-se a importância que os empreendedores, ao buscar recursos nas fases iniciais por meio de investidores anjo, possam apresentar sua proposta e desenvolver seus negócios com base nos fatores que os investidores anjos avaliam na tomada de decisão (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011), pois ocorrem altas taxas de rejeição (cerca de 80%), logo nas primeiras interações entre os dois atores, normalmente devido a alguns critérios não atingidos (MAXWELL; LÉVESQUE, 2014).

Durante esta pesquisa, foram identificados no Brasil poucos estudos que analisassem a tomada de decisão de investidores anjos brasileiros. Machado (2015) realizou entrevistas com cinco investidores anjo em São Paulo e identificou alguns

critérios importantes, já mapeados na literatura internacional (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011), além de algumas peculiaridades com relação ao ambiente de negócios no Brasil, como por exemplo, a dificuldade de lidar com direitos de propriedade intelectual, especificamente patentes.

Em alguns estudos a nível internacional foram identificadas algumas diferenças entre os critérios utilizados por IAs em diferentes regiões do EUA (ex., HAAR; STARR; MACMILLAN, 1988; SUDEK, 2006) e da Europa (ex., LANDSTRÖM, 1998; MASON; BOTELHO, 2016; MASON; HARRISON, 1996). Por este motivo, sugere-se que identificar os critérios utilizados por investidores anjo de Santa Catarina, pode contribuir com a área de estudo no Brasil, ampliando os resultados obtidos por Machado (2015) no sudeste do país e demais pesquisas sobre o tema a nível internacional. Além da relevância de poder contribuir, de forma prática, com empreendedores, incubadoras, novos investidores anjos e outros possíveis interessados no desenvolvimento do tema.

1.2. Definição do problema e pergunta de pesquisa

De acordo com o levantamento de Maxwell e Lévesque (2014), cerca de 80% das propostas apresentadas a investidores anjos não passam para uma próxima fase na qual o IA avalia com mais detalhes as informações da oportunidade de investimento, pois são rejeitadas por um processo de tomada de decisão heurística, logo nas primeiras interações entre o investidor e o empreendedor.

Desta forma, este estudo questiona: Quais os critérios utilizados por Investidores Anjos de Santa Catarina na tomada de decisão de investimento em startups?

1.3. Objetivos

Esta seção demonstra os objetivos geral e específicos que, ao atingidos, resultaram na resposta à pergunta de pesquisa.

1.3.1. Objetivo geral

O objetivo geral desta dissertação é avaliar os critérios utilizados pelos Investidores Anjos catarinenses na tomada de decisão de investimento em startups.

1.3.1. Objetivos específicos

Como objetivos específicos foram definidos:

- Identificar os critérios utilizados por investidores anjos estrangeiros na tomada de decisão de investimento em startups;
- Comparar os critérios encontrados na literatura estrangeira com os utilizados por Investidores Anjos brasileiros e suas possíveis peculiaridades;
- Analisar os critérios utilizados pelos Investidores Anjos catarinenses para tomada de decisão de investimento em startups;

1.4. Relevância científica e prática

Sobre estudos referentes aos critérios utilizados por IAs brasileiros na tomada de decisão em investir em uma startup, Machado (2015) realizou entrevistas com IAs e especialistas de São Paulo, encontrando algumas peculiaridades entre os investidores no Brasil e também semelhanças com estudos internacionais. Percebeu-se que devido ao tema ser considerado novo, poucas pesquisas na área foram realizadas no Brasil. Desta forma, este estudo pretende analisar os critérios na região sul do país, especificamente em Santa Catarina.

Já foram encontradas diferenças em estudos dos critérios utilizados por investidores anjos em diferentes regiões do EUA (ex., HAAR; STARR; MACMILLAN, 1988; SUDEK, 2006) e da Europa (ex., LANDSTRÖM, 1998; MASON; BOTELHO, 2016; MASON; HARRISON, 1996) que, como sugerido por pesquisadores, podem ser motivadas pelas diferenças econômicas e sociais de cada região (HAAR; STARR; MACMILLAN, 1988).

Conforme apontado na teoria, há altas taxas de rejeição nas fases iniciais da interação entre empreendedores e investidores (MAXWELL; LÉVESQUE, 2014). Neste sentido, é relevante que este estudo colabora com o entendimento deste importante papel do investidor anjo no desenvolvimento de novos negócios aproximando a academia do mercado de investimento de capital de risco no Brasil, servindo de base para aplicar estudos semelhantes em outras regiões. Da mesma

forma, serve como base para futuros estudos que possam colaborar com o processo de desenvolvimento de negócios inovadores por incubadoras de empresas.

Sugere-se também a conexão com a relevância prática, pois espera-se que o melhor entendimento dos fatores que levam um Investidor Anjo a apoiar o desenvolvimento de uma startup possa guiar os gestores de incubadoras a auxiliar empresas incubadas a captar recursos. Regionalmente, demonstrando o potencial e a importância do Investimento Anjo, espera-se que os governantes possam criar políticas públicas de incentivo a esta modalidade, o que pode ocasionar o aumento de interesse de indivíduos a se tornarem investidores em startups.

A relevância ao tema, que também chega a esfera política, tem gerado projetos que fortalecem a atividade no Brasil como a sanção da Lei Complementar nº 155 de 27 de Outubro de 2016, onde foi regulamentada a figura do Investidor Anjo. A lei sancionada trouxe mais segurança jurídica para as pessoas físicas que realizam investimentos em negócios inovadores. Vale ressaltar que em pesquisa publicada, em 2016, R\$851 milhões foram investidos em startups, o que representou um crescimento de 9% em relação ao período anterior apurado pela Anjos do Brasil (ANJOS DO BRASIL, 2017).

Especialmente para os empreendedores, que inspiram este que vos escreve, este estudo pode servir de base para suas empreitadas ao buscar os recursos necessários para realizar seus sonhos e contribuir com nossa sociedade.

1.5. Estrutura do trabalho

Este trabalho foi desenvolvido em cinco capítulos, sendo que este capítulo inicial introduz os temas a serem desenvolvidos, define o problema e a pergunta de pesquisa, assim como define os objetivos geral e específicos. Ainda, busca apresentar os motivos pelos quais o autor o considera relevante para a academia e os praticantes.

No segundo capítulo, é demonstrada uma revisão da literatura, que teve como alicerce pesquisas em base de dados Scopus, Web of Science, EBSCO e Periódicos da Capes. Foram identificados os periódicos que mais publicavam nos temas considerados centrais desta dissertação: empreendedorismo e inovação, incubadoras e startups, e por fim, capital de risco e investimento anjo. Além destes, a pesquisa foi complementada com referências de outros *journals* com publicações no tema. Desta

forma o capítulo se desenvolve nestes temas, dando enfoque à importância do empreendedorismo e da inovação, e aos ambientes inovadores que suportam empreendedores inovadores como incubadoras de empresas e as startups. É demonstrado que uma das necessidades das startups é captação de investimento para operacionalizar seu negócio, e devido ao risco associado a este tipo de investimento, bancos tradicionais geralmente não estão dispostos a financiar (ENGEL; KEILBACH, 2007). Apresenta-se então o tema capital de risco e investidores anjos que tornaram-se atores importantes no financiamento de empreendimentos inovadores, de alto potencial de crescimento. Por fim, algumas considerações do autor sobre o capítulo são expostas.

No terceiro capítulo apresentam-se os métodos de pesquisa teórica e empírica desta dissertação. Demonstrando itens como classificação da pesquisa, a população e amostra, variáveis a serem analisadas, formas de coleta e análise de dados. No capítulo quatro são demonstrados os resultados obtidos e são elencados os critérios utilizados por investidores anjos catarinenses.

Por fim, um capítulo de considerações finais demonstra as conclusões com relação à investigação realizada, a inovação que este trabalho gerou, os desenvolvimentos com relação à aplicação e reaplicação do estudo e também limitações e recomendações para futuros trabalhos que possam colaborar com o ambiente inovador no país.

2. A PROBLEMÁTICA E O ESTADO DA ARTE

Este capítulo demonstra a revisão da literatura nos temas centrais desta dissertação: empreendedorismo e inovação, incubadoras e startups, e por fim, capital de risco e investidores anjo. Não se pretende explorar todas as vertentes de estudos dos temas pesquisados, mas apresentar trabalhos que ajudem a compreendê-los e dar base para atingir os objetivos deste estudo.

2.1. Empreendedorismo e inovação

O tema empreendedorismo tem sido amplamente discutido por pesquisadores na academia. No início dos anos 90, esse tema não compreendia uma grande área de pesquisa, com cerca de 100 artigos publicados nos principais *journals* acadêmicos da área de administração, porém no início de 2010 já se excedia os 5 mil artigos publicados (MEYER *et al.*, 2014).

Shane (2003) define que o processo empreendedor inicia com a percepção da existência de oportunidades ou situações em que recursos podem ser recombinaados para gerar lucros potenciais.

A academia e o governo presumem que a taxa de crescimento de empreendedores poderia naturalmente resultar em crescimento do número de empregos e da economia, e o empreendedorismo tem sido amplamente visto como uma importante ferramenta para desenvolver a economia (LECUNA; COHEN; CHAVEZ, 2016). Para McClelland (1987) não há melhor maneira de prover uma base para um rápido crescimento econômico do que aumentar drasticamente o número de empreendedores ativos em uma sociedade.

O campo de estudo do empreendedorismo é marcado pela interdisciplinaridade com a presença de abordagens econômicas, psicológicas e administrativas (LOIOLA, 2016). O economista austríaco Joseph Alois Schumpeter (1883-1950) descreve sobre os primeiros apontamentos dados à palavra empreendedor (do inglês, *entrepreneur*) por diversos autores a partir do início do século XVIII como Richard Cantillon, François Quesnay, Jean-Baptiste Say, entre outros. Schumpeter (1949) define o empreendedor como aquele que destrói a ordem econômica existente, por meio da introdução de

novos produtos ou serviços, pela criação de novas formas organizacionais ou pela exploração de novos recursos naturais.

As abordagens psicológicas levam a estudos acerca do indivíduo empreendedor, como aqueles realizados pelo psicólogo pesquisador David C. McClelland (1917-1998), que dedicou suas pesquisas para entender as motivações humanas para atingir objetivos e realização, o que levou-o aos empreendedores questionando “Quais são as características dos empreendedores que fazem com que eles obtenham sucesso?” (MCCLELLAND, 1987).

Com a publicação de seu livro *A Sociedade Competitiva* (1972), publicação original em inglês *The Achieving Society* (1961), McClelland demonstra o empreendedor como uma pessoa diferenciada pela ânsia de se realizar. Mas acima de tudo, a pesquisa contribuiu no entendimento do tema, elencando outras dez características, identificadas como fundamentais ao crescimento econômico dos indivíduos e capazes de explicar a aparente dificuldade de grande parte dos empreendedores em identificar oportunidades econômicas que se apresentam no ambiente (FILARDI; BARROS; FISCHMANN, 2014). As dez características dos empreendedores de sucesso encontradas nos estudos por McClelland (1972, 1987) são demonstradas no Quadro 1.

Quadro 1 - As características do comportamento empreendedor

Características do comportamento Empreendedor de McClelland	
Busca de oportunidades e iniciativa	Busca de informações
Exigência de qualidade e eficiência	Estabelecimento de metas
Persistência	Planejamento e monitoramento sistemáticos
Independência e autoconfiança	Comprometimento
Correr riscos calculados	Persuasão e redes de contatos

Fonte: adaptado de McClelland (1972, 1987)

Segundo o McClelland (1987) há diversas evidências empíricas, de vários tipos, suportando a conclusão de que a necessidade de realizar é um componente importante para o sucesso dos negócios. Muitos pesquisadores consideram o empreendedor como alguém que é capaz de gerir riscos, administrar e utilizar

recursos e por fim manter uma boa rede de relacionamentos em busca de oportunidades lucrativas (PARADKAR; KNIGHT; HANSEN, 2015). Porém apesar do interesse da academia não há um consenso do conceito de empreendedor, que muitas vezes ainda é igualado a donos de pequenos negócios, e não necessariamente a alguém com características empreendedoras (LOIOLA, 2016).

Os estudos de empreendedorismo também preocupam-se com a descoberta e exploração de oportunidades rentáveis (SHANE; VENKATARAMAN, 2000), pois sem uma oportunidade não há empreendedorismo (SHORT *et al.*, 2010).

Utilizando-se de dados do GEM (*Global Entrepreneurship Monitor*) Amorós e Cristi (2008) concluíram que países em desenvolvimento, devem se transformar de um empreendedorismo por necessidade e de baixo valor agregado rumo a um empreendedorismo baseado em oportunidade para suportar o crescimento econômico e a transição para se tornar um país desenvolvido. O empreendedorismo por necessidade ocorre quando indivíduos, em uma situação econômica desfavorável, sentem que não tem perspectivas e alternativas de empregos, e então iniciam um negócio como uma alternativa ao desemprego; já o empreendedorismo baseado em oportunidades acontece quando indivíduos identificam uma nova oportunidade de negócio que poderá ser rentável (LECUNA; COHEN; CHAVEZ, 2016).

Após o artigo de Shane e Venkataraman (2000), considerado um dos mais citados na área com relação à oportunidade empreendedora (MEYER *et al.*, 2014), muitos pesquisadores voltaram-se aos estudos referentes ao empreendedorismo como a descoberta e exploração de oportunidades. Entre as características dos empreendedores de sucesso apontadas por McClelland está a Busca de Oportunidades e Iniciativa, onde o empreendedor é apto a observar e agir em oportunidades incomuns para abrir um novo negócio (MCCLELLAND, 1987).

Para Shane e Venkataraman (2000), oportunidade empreendedora é a situação onde novos bens, serviços, matérias-primas e processos organizacionais podem ser introduzidos e vendidos por um valor maior do que seu custo de produção. Para Dimov (2003), uma possibilidade percebida de ganhos econômicos também pode ser considerada uma oportunidade empreendedora. Assim como Nicolaou *et al.*

(2009) conceitua que reconhecer uma oportunidade é identificar uma chance de combinar recursos de modo que seja possível gerar lucros.

Eckhardt e Shane (2010) descrevem que oportunidade empreendedora são situações em que novos bens, serviços, matérias-primas, mercados e processos organizacionais podem ser introduzidos para gerar lucros, e complementam que as oportunidades são circunstâncias econômicas onde se os bens e serviços corretos forem propriamente organizados e oferecidos para venda, o resultado possa ser rentável. Os autores, recentemente, adicionam que são combinações rentáveis inexploradas, e são tecnologicamente e mercadologicamente viáveis (ECKHARDT; SHANE, 2013). Muitos empreendedores são capazes de reconhecer e explorar múltiplas oportunidades de negócios, seja em sequência (empreendedores seriais) ou em paralelo (empreendedores de portfólio) (PARKER, 2014).

Os conceitos de empreendedorismo se conectam com os conceitos de inovação. Schumpeter foi um dos primeiros a realizar esta associação entre Empreendedorismo e Inovação (LAZZAROTTI *et al.*, 2015), onde a função do empreendedor seria fazer novas coisas ou de fazer as coisas que já vinham sendo feitas de novas maneiras. Como exemplos de inovação seria possível inserir novas maneiras de organização da produção e de um setor industrial; lançamento de novos produtos no mercado; introdução de novos produtos aperfeiçoados; desbravamento de novos mercados e ambientes; utilização de novos recursos, materiais e matérias-primas, etc. Os empreendedores são os perturbadores do mercado, os agentes do desequilíbrio criativo (VALE, 2014).

Uma conhecida definição de inovação utilizada pela OECD, e que é inspirada nas teorias de Schumpeter, apresenta inovação como mudanças planejadas e intencionais em um contexto de mercado (LANGERGAARD; HANSEN, 2013). A definição de inovação segundo a OECD é a implementação de um produto (bem ou serviço) novo ou aprimorado, novo processo, novo método de marketing ou novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas (OECD, 2005).

Inovação é o processo de criar e entregar novos valores aos clientes no mercado (CARLSON; WILMOT, 2006). É diferenciada da invenção, pela sua condição

adicional de introdução ao mercado (BOONS; LUDEKE-FREUND, 2013). Portanto, inovação é a comercialização de uma invenção e pode também ser descrita como novas ideias que são trazidas ao mercado, e implementadas em produtos, processos ou métodos organizacionais de uma empresa (SOUTO, 2015). A inovação muitas vezes pode criar novos mercados ou mudar uma indústria já existente (FLEURY; CALIXTO, 2016).

As inovações podem ser classificadas em incrementais ou radicais. Segundo Norman e Verganti (2014) a inovação incremental é a melhoria de uma abordagem em soluções já existentes, ou seja “fazer melhor o que já fazemos”; a inovação radical é uma mudança de abordagem, ou seja, “fazer o que não fizemos antes”. Segundo os autores, a principal diferença entre as duas classificações é se a inovação é percebida como uma modificação contínua das práticas previamente aceitas ou se é nova, única e descontínua.

As inovações incrementais envolvem melhorias em produtos ou processos já existentes e podem ajudar a sustentar o desempenho financeiro de curto prazo, mas apenas o desenvolvimento de inovações radicais na forma de novos negócios, serviços e produtos, faz com que as organizações sejam capazes de garantir uma vantagem competitiva e crescimento (ALEXANDER; KNIPPENBERG, 2014). Uma inovação radical pode criar, fundir ou até destruir mercados (FLEURY; CALIXTO, 2016).

Um dos tópicos que atualmente tem demonstrado relevância são as inovações em modelos de negócio que tem cada vez mais se tornado prioridade para gestores em termos de criação de vantagem competitiva e alcançar desempenhos superiores (VELU, 2015). Um modelo de negócio articula a lógica e provê dados e outras evidências que demonstram como um negócio cria e entrega valor aos seus clientes, além de descrever a arquitetura de receitas, custos e lucros associados com a entrega desse valor pela organização (TEECE, 2010).

Já a inovação em modelo de negócio pode ser definida como uma nova configuração do que é feito na empresa, e como é feito, a fim de proporcionar uma nova proposta de valor aos clientes; é um novo ou significativamente melhorado sistema de atividades requeridas para geração de uma nova proposta de valor

(SOUTO, 2015). As inovações em modelos de negócio têm remodelado indústrias inteiras (JOHNSON; CHRISTENSEN; KAGERMANN, 2008).

Fleury e Calixto (2016) citam o Spotify como sendo um dos exemplos na transformação da indústria da música, que acontece desde o lançamento de players de Mp3, como por exemplo, o iPod, que em conjunto com o iTunes da Apple em apenas três anos se tornou um produto de 10 bilhões de dólares. Mas o Spotify chegou reconstruindo a lógica da indústria, trabalhando com artistas e empresas de mídia e auxiliando a diminuir a pirataria, uma vez que a utilização de tecnologias de *streaming* não exige esforços por parte do utilizador. Outro exemplo citado pelas autoras é o Airbnb, que alterou a indústria de acomodação, por meio de uma plataforma que conecta indivíduos que possuem acomodações subutilizadas com pessoas que gostariam de aluga-las por um curto período. Segundo o Wall Street Journal (2017), em conjunto com o Dow Jones VentureSource que monitoram empresas de capital fechado com valores de mercado de 1 ou mais bilhões de dólares também conhecidas como unicórnios (HOGARTH, 2017), o Airbnb foi avaliado em Março de 2017 em US\$31 bilhões de dólares. O Spotify compõe a lista com um valor de US\$8.5 bilhões de dólares.

Estas novas empresas, conhecidas também como startups, que tem grande potencial de modificar indústrias por meio de suas inovações, tem chamado atenção tanto de governos, quanto universidades e indústria privada. Muitas delas utilizam de ambientes específicos para desenvolver suas inovações, como as incubadoras de empresas, que guiam startups em seu processo de crescimento, e desta forma constituem um forte instrumento para promover a inovação e o empreendedorismo (AERTS; MATTHYSSENS; VANDENBEMPT, 2007).

2.2. Incubadoras de empresas e startups

Uma das primeiras definições sobre o que é uma incubadora de empresas entre os pesquisadores é datada da década de 1980 (ALBORT-MORANT; RIBEIRO-SORIANO, 2016) onde para Allen e Rahman (1985) é um centro que ajuda jovens empresas a crescer em suas primeiras fases provendo espaço para locação, escritório compartilhado e assistência por meio de serviços de consultorias em negócio. Alguns anos depois os mesmos autores adicionaram que as incubadoras são redes ou

organizações que fornecem habilidades, motivação, conhecimento, experiência no mercado, serviços de negócios e serviços compartilhados (ALLEN; BEZAN, 1990).

As incubadoras não oferecem somente um espaço de trabalho e infraestrutura compartilhada; atualmente elas surgem de várias formas e também oferecem serviços intangíveis como, por exemplo, mentorias e coaching para negócios, acesso a recursos de capital e diversos serviços profissionais com uma rede de contatos especializadas tornando-se parte da proposta de valor oferecida, colaborando com a sobrevivência e crescimento dos negócios (BRUNEEL *et al.*, 2012; SOETANTO; JACK, 2016).

A literatura aponta que as primeiras incubadoras surgiram na década de 1950, sendo o Stanford Research Park na Califórnia com início em 1951 e um programa de incubação em Nova York no Centro Industrial da Batávia em 1959. Nos anos 1980 haviam cerca de 20 parques tecnológicos e 11 incubadoras de empresas no EUA; no ano 2000 estima-se que os números haviam crescido para 600 incubadoras e 160 parques tecnológicos (MIAN; LAMINE; FAYOLLE, 2016).

Em 2012 a Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores (ANPROTEC) realizou um estudo sobre as incubadoras no Brasil, onde desenvolveu-se também um benchmarking internacional, os dados são demonstrados na Figura 1.

Pelos dados demonstrados pela entidade, percebe-se que em países desenvolvidos há uma grande quantidade de incubadoras de empresas, que promovem o empreendedorismo e a inovação, com destaque para Europa e América do Norte com 900 e 1426 incubadoras respectivamente. Analisando em diversos sites de associações e entidades relacionadas a incubadoras Mian, Lamine, e Fayolle (2016) complementam os dados relacionados aos números de incubadoras em alguns países: Alemanha 300, Reino Unido 300, França 113, Canadá 120, Brasil 400, México 191, China 670, Japão 190, Índia 110, Cingapura 120, Malásia 110, Austrália 80 e Estados Unidos 1.250.

Figura 1 - Características e impacto das incubadoras

	Quantidade de incubadoras	Foco	Fonte de financiamento por ordem de importância	Empregos por incubadora (média)	Empresas por incubadora (média)	Empregos por empresa incubada (média)	Participação das receitas próprias no total da receita
Europa	900 (2004)	21% - TIC 9% - Serviços às empresas 53% - EBTs	Governos nacionais Fundos europeus	181,44 (2010) ¹	31,71 (2010) ¹	5,72	28,50%
América do Norte	1426 (2006)	39% - EBTs 54% - Mistas	Agências de desenvolvimento Governos (local, regional, nacional) Universidades	70,12 (2006) ²	18,93 (2006) ²	3,70	N/A
Portugal	23 (2002)	17% - TIC 15% - Serviços às empresas 8% - Serviços comerciais 46% - EBTs	Governos Fundos europeus	38,00 (2010) ³	6,50 (2010) ³	5,85	29,50%
Bélgica	13 (2002)	14% - TIC 15% - serviços às empresas 8% - Ciências da vida 33% - EBTs	Governos Receitas próprias Fundos europeus	122,71 (2010) ⁴	33,71 (2010) ⁴	3,64	37,84%
França	230 (2002)	17% - TIC 12% - Tecnologias agrícolas 8% - Tecnologia ambiental 6% - Ciências da vida 53% - EBTs	Governos	191,45 (2010) ⁵	31,28 (2010) ⁵	6,12	16,00%
Alemanha	300 (2002)	27% - TIC 14% - Automotivo 11% - Tecnologia ambiental 7% - Mecatrônica e automação 79% - EBTs	Receitas próprias Governos	231,25 (2010) ⁶	46,75 (2010) ⁶	4,95	66,46%
Itália	45 (2002)	18% - TIC 8% - Turismo 7% - Tecnologias agrícolas 6% - Serviços às empresas 41% - EBTs	Governos Receitas próprias Fundos europeus	104,83 (2010) ⁷	20,78 (2010) ⁷	5,04	25,60%
Espanha	38 (2002)	19% - TIC 12% - Serviços às empresas 6% - Engenharias 43% - EBTs	Governos Receitas próprias	190,22 (2010) ⁸	31,96 (2010) ⁸	5,95	25,80%
Reino Unido	38 (2002)	26% - TIC 17% - Serviços às empresas 7% - Serviços comerciais 7% - Engenharias	Receitas próprias Governos	413,13 (2010) ⁹	73,88 (2010) ⁹	5,59	44,81%
Coréia do Sul	289 (2004)	58% - TIC 39% - Manufatura	Governo nacional (operação pelas universidades – 50%)	67,08 (2004) ¹⁰	13,74 (2004) ¹⁰	4,88	N/A
Israel	24 (2011)	39% - Equipamentos e utensílios médicos 21% - TIC 19% - Biotecnologia	Governo (direto às empresas, principalmente) 22 incubadoras privatizadas a partir de 2002 (fins lucrativos)	N/A	N/A	N/A	N/A
Argentina ¹¹	100	21% - Serviços 21% - TIC 8% - Biotecnologia 6% - Mecatrônica e automação	Governo Receitas próprias Universidade	N/A	N/A	N/A	30,00%

Fonte: ANPROTEC (2012), p. 14.

Em 2016 a ANPROTEC em parceria com o SEBRAE publicou um estudo, executado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), sobre o impacto econômico gerado pelas incubadoras de empresas no Brasil (ANPROTEC; SEBRAE, 2016). O estudo demonstra um crescimento das empresas incubadas após a graduação (saída da incubadora) em relação ao faturamento e ao número de empregos gerados. A conclusão do estudo demonstrou os resultados baseados em três temas:

- I. **Contribuição ao desenvolvimento socioeconômico:** as incubadoras são importantes para a geração de renda e empregos, privilegiando a economia local onde a incubadora encontra-se instalada, uma vez que a quase totalidade dos negócios incubados empregam e geram receitas no mercado onde foram incubados, com alta taxa de retenção.
- II. **Contribuição ao ecossistema empresarial:** empresas que passam por programas de incubação estão mais aptas a sobreviver no mercado de alta competição uma vez que, ao qualificar empreendedores e empreendimentos, as empresas graduadas possuem diferenciais competitivos que lhes proporcionam maior capacidade de sobrevivência ao longo do tempo.
- III. **Contribuição ao desenvolvimento de empreendedores e empreendimentos mais sólidos e inovadores:** A curva ascendente de crescimento das empresas que participam de programas de incubação e o encurtamento da curva de aprendizado dos empreendedores são benefícios diretamente associados aos programas de incubação de empresas. Quando um empreendedor passa por um processo de incubação, mesmo que fracasse em sua ideia original, existe uma grande taxa de retorno desses indivíduos ao mercado com outras empresas, criadas a partir do conhecimento gerado no programa de incubação.

Conseqüentemente, a academia, o governo e a indústria privada cada vez mais reconhecem a importância de semear e acelerar o empreendedorismo e a inovação tecnológica por meio de mecanismos como o de incubação de empresas (MIAN; LAMINE; FAYOLLE, 2016). O número de artigos relacionados a incubadoras de empresas publicados nos maiores periódicos sobre empreendedorismo, gestão de tecnologia e inovação está em constante crescimento (ALBORT-MORANT; RIBEIRO-SORIANO, 2016).

Stal, Andreassi e Fujino (2016) relatam sobre o papel da academia, referenciando que em 1981 foram criados no Brasil os Núcleos de Inovação Tecnológica (NIT) pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e

Tecnológico (CNPq) para encorajar a transferência de conhecimento e tecnologia de universidades e instituições de pesquisa para empresas. Os NITs se tornaram obrigatórios em universidades em 2004 quando foi estabelecida a Lei nº 10.973, conhecida como A Lei de Inovação (LUCENA; SPROESSER, 2015) e aliaram-se as incubadoras que na década de 1980 e especialmente nos anos 90 as foram estabelecidas inicialmente em universidades públicas e posteriormente em universidades privadas. Com a criação do Programa Nacional de Apoio às Incubadoras de Empresas (PNI) no ano 2000 e o Programa de Subvenção Econômica em 2005 (o que proveu recursos não-reembolsáveis para empresas), estimulou-se a participação mais ativa das universidades com relação à inovação, compartilhando os custos e riscos do empreendedorismo (STAL; ANDREASSI; FUJINO, 2016).

Novas empresas criadas por estudantes, egressos, ou funcionários de universidades que exploram resultados de pesquisas geradas na instituição, conhecidas também como *spin-offs* ou *startups* acadêmicas, usam das tecnologias desenvolvidas dentro da instituição de ensino para oferecer produtos ou serviços inovadores que resolvem necessidades do mercado (SOETANTO; JACK, 2016).

A geração de empresas, por instituições de pesquisa e universidades, é considerada uma das formas mais efetivas de exploração e comercialização de novos conhecimentos e tecnologias (STAL; ANDREASSI; FUJINO, 2016). O estudo realizado pela ANPROTEC (2012) mostrou que no Brasil as universidades são as principais instituições de vinculação das incubadoras, seguidas pelo governo municipal. As universidades olham para as incubadoras como uma forma de responder ao rápido desenvolvimento de políticas empreendedoras e a necessidade crescente de se engajar e oferecer um meio efetivo para estimular e suportar as inovações e o crescimento econômico regional (SOETANTO; JACK, 2016).

O modelo das incubadoras, segundo Bergek e Norrman (2008), possui cinco componentes-bases: a Seleção que se refere ao processo de decisão sobre quais empreendimentos serão aceitos para entrada na incubadora e quais serão rejeitados; Infraestrutura que consiste da localidade, espaço de escritório e serviços administrativos básicos; o Suporte de Negócios que está associado a atividades de coaching/mentoria e capacitações realizadas para desenvolver os empreendimentos incubados; a Mediação refere-se em como a incubadora conecta as empresas

incubadas umas com as outras e com o mundo exterior; e finalmente, a Graduação que está relacionada com as políticas de saída, ou seja, as decisões de em que circunstâncias as empresas incubadas devem deixar a incubadora.

Pesquisas no Brasil indicaram que o processo de incubação de empresas compreende três fases: a pré-incubação onde os empreendedores realizam estudos de mercado visando avaliar a viabilidade do novo negócio; a incubação quando o negócio é implementado, introduzindo ao mercado novos produtos, serviços ou processos; e a última fase é a graduação que demonstra que o negócio alcançou certo nível de maturidade podendo desvincular-se da incubadora e passar atuar com recursos próprios (LAZZAROTTI *et al.*, 2015).

As incubadoras de empresas se tornaram modelos populares para acelerar a criação de negócios de sucesso por empreendedores (BRUNEEL *et al.*, 2012), pois auxiliam a superar as altas taxas de falhas frequentemente associadas a novas empresas (SOETANTO; JACK, 2016). Assim as incubadoras podem garantir a estabilidade do negócio, o crescimento econômico e a sobrevivência da empresa a longo prazo (SCHWARTZ; HORNYCH, 2008). Os serviços providos pelas incubadoras de empresas são vitais para as startups (LAI; LIN, 2015).

Startups são organizações formadas para buscar um modelo de negócios viável que seja repetível e escalável (BLANK; DORF, 2014). Ries (2012) complementa que uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza. Para BOSCH *et al.* (2013) estas organizações tem recursos limitados em termos de pessoas, financiamento e tempo; são comumente de natureza exploratória, faltam premissas claras, clientes e modelos de negócio; com isso necessitam ser eficientes e sistemáticas: eficientes em termos de minimizar o esforço de desenvolvimento (de produtos ou serviços) enquanto maximizam o valor ganho; e sistemáticas em termos de validar continuamente se o que está se desenvolvendo gera valor para o cliente (BOSCH *et al.*, 2013). O estágio inicial (do inglês, *early-stage*) da startup demonstra normalmente o início de uma empresa (TENDAI, 2013).

As startups desempenham um papel crucial em promover a competitividade, estimular a inovação e apoiar o surgimento de setores totalmente novos

(COLOMBELLI; KRAFFT; VIVARELLI, 2016; DEJARDIN, 2011). Ainda constituem um papel importante na economia de países desenvolvidos, como por exemplo, a região do Vale do Silício nos Estados Unidos, conhecida por abrigar empresas de alta tecnologia e de renome como Google, Cisco, Facebook e Apple, e que é considerada um dos ambientes mais inovadores e promissores para startups no mundo (MORONI; ARRUDA; ARAUJO, 2015).

No Brasil, segundo a Associação Brasileira de Startups (ABSTARTUPS, 2016), o número de startups brasileiras em operação cresceu 30,4% entre março e dezembro de 2015 chegando a 4,1 mil startups mapeadas no país. Em 2012 a associação estima que as startups movimentaram R\$2 bilhões de reais. Muitas incubadoras aceitam startups, onde as ideias são imaturas e ainda não foram totalmente desenvolvidas em modelos de negócio, para ajuda-las a tornarem-se empresas viáveis e autossustentáveis (BERGEK; NORRMAN, 2008; BRUNEEL *et al.*, 2012).

As startups geralmente não possuem os recursos financeiros necessários para construir ou comprar ativos complementares de capital intensivo e para adquiri-los geralmente leva-se tempo, algo indisponível para as startups a menos que tenham paciência ou investidores dispostos a investir muito dinheiro (PARADKAR; KNIGHT; HANSEN, 2015). Estes novos empreendimentos tendem a falhar pois não possuem a experiência de gestão necessária e as habilidades para levantar investimento de capital de risco nas fases iniciais; as incubadoras deveriam ajudá-las com estes obstáculos, mas resultados empíricos demonstram que esse papel não está sendo efetivo (RUBIN; AAS; STEAD, 2015).

Desta forma, são esperadas grandes taxas de crescimento nas startups, o que, na maioria das vezes, requer altos investimentos iniciais que os bancos tradicionais geralmente não estão dispostos a financiar (ENGEL; KEILBACH, 2007). Com isso o Capital de Risco (do inglês, *Venture Capital* – VC) tem atraído grande destaque como um tipo distinto de financiamento que pode gerar desempenho acima da média para startups em ambientes de elevada incerteza (ROSENBUSCH; BRINCKMANN; MÜLLER, 2013).

2.3. Investidores de Capital de Risco e Investimento Anjo

Esta seção tem como objetivo definir as formas de investimento de Capital de Risco, passando pelos investidores formais (Fundos de Venture Capital) e os investidores informais também conhecidos como Investidores Anjos (IA), objeto de estudo desta pesquisa, onde se define o que são IAs, qual seu papel, o processo de investimento utilizado e por fim os critérios utilizados na tomada de decisão ao investir em uma startup.

2.3.1. Capital de Risco (*Venture Capital*)

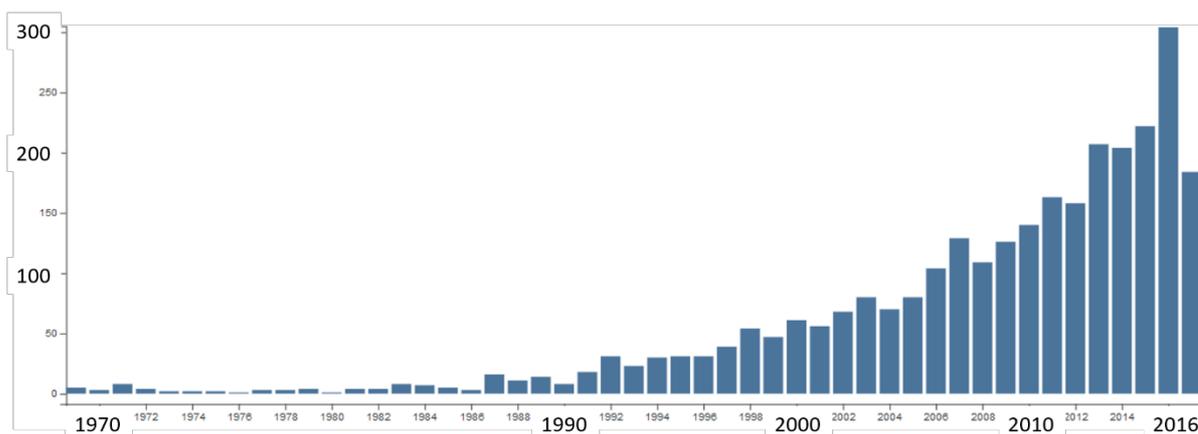
Capital de Risco é uma forma de investimento adequada para projetos ou empreendimentos que tem grandes necessidades financeiras e grandes riscos envolvidos, mas ao mesmo tempo, também têm um grande potencial de crescimento e lucros (ENGEL; KEILBACH, 2007). Empreendedores que estão desenvolvendo startups com oportunidades de alto potencial muitas vezes procuram investimentos financeiros e aconselhamentos de fundos de Venture Capital (VC) (HALLEN; PAHNKE, 2015).

Os fundos de Capital de Risco são formados por investidores formais, profissionais que adquirem porcentagens societárias de empresas jovens e orientadas a crescimento (DEVIGNE; MANIGART; WRIGHT, 2016). Estes fundos possuem gestores que tem como principal objetivo entregar altos retornos aos investidores externos (do termo inglês, *limited partners*) os quais gerenciam os recursos (HSU *et al.*, 2014; MASON; STARK, 2004). Este objetivo de realizar ganhos de capital acontece através da venda da participação na empresa investida em um evento de saída (*exit*), como um IPO (*Initial Public Offering*, abertura de capital) ou aquisição (PARK; STEENSMA, 2012).

Um exemplo é o Sequoia Capital, uma firma de *venture capital* americana que tem alcançado uma posição única, investindo em empresas empreendedoras de sucesso em várias indústrias (BERMISS *et al.*, 2016). O fundo já investiu em mais de 200 empresas desde que foi criado em 1972. Alguns exemplos de empresas investidas pelo Sequoia Capital (2016) são Apple, Airbnb, Cisco, Decolar, Dropbox, Google, Instagram, a brasileira Nubank, PayPal, Whatsapp, Yahoo!, Youtube entre outras.

Em pesquisa pelo termo *venture capital* na base Web of Science (WoS), foram encontrados mais de 2800 artigos publicados em jornais científicos. O número de publicações anuais apresentou um crescimento expressivo a partir da década de 90 e em 2016 o maior número histórico de publicações (Figura 2).

Figura 2 - Publicações anuais com termo *venture capital* na base WoS



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

O número de periódicos que apresentam artigos relacionados ao tema também cresceu consideravelmente, com cerca de 580 títulos diferentes indexados na base WoS. No Anexo 1 - Tabela 10, apresenta-se uma lista com os periódicos com mais artigos publicados. É possível notar que já existem publicações específicas para a temática, como o *Journal of Business Venturing* e *Venture Capital*, por exemplo. Nesta lista, destaca-se a atenção que o tema tem recebido também por periódicos de referência na área de administração, como o SMJ e AMJ. Destaca-se que a Forbes, a qual não é um periódico científico, tenha figurado na lista da WoS, mesmo que o filtro por artigos acadêmicos tenha sido aplicado.

Para uma visão mais aprimorada dos periódicos com maior importância, extraíram-se informações sobre o total de citações recebidas por cada periódico, apresentados no Anexo 2 - Tabela 11. Nota-se que 20 dos periódicos (menos de 5% do total) são responsáveis por 65% das citações. Neste extrato evidencia-se um número maior de periódicos de alto impacto na área de administração como: *Journal of Business Venturing* e *Academy of Management Journal*.

Em termos de mercado, a indústria de Venture Capital (VC) tem crescido drasticamente nos últimos 30 anos no mundo, principalmente no Estados Unidos onde, para ilustrar brevemente o histórico, em 1980 o total investido por investidores

de capital de risco estava estimado em US\$610 milhões de dólares, em 1990 este número cresceu para US\$2.3 bilhões, já em 1998 estimava-se em torno de US\$20 bilhões de dólares e no período antecessor a conhecida bolha .com (1999 e 2000) os números da indústria atingiram picos de quase US\$100 bilhões de dólares movimentados (PURI; ZARUTSKIE, 2016).

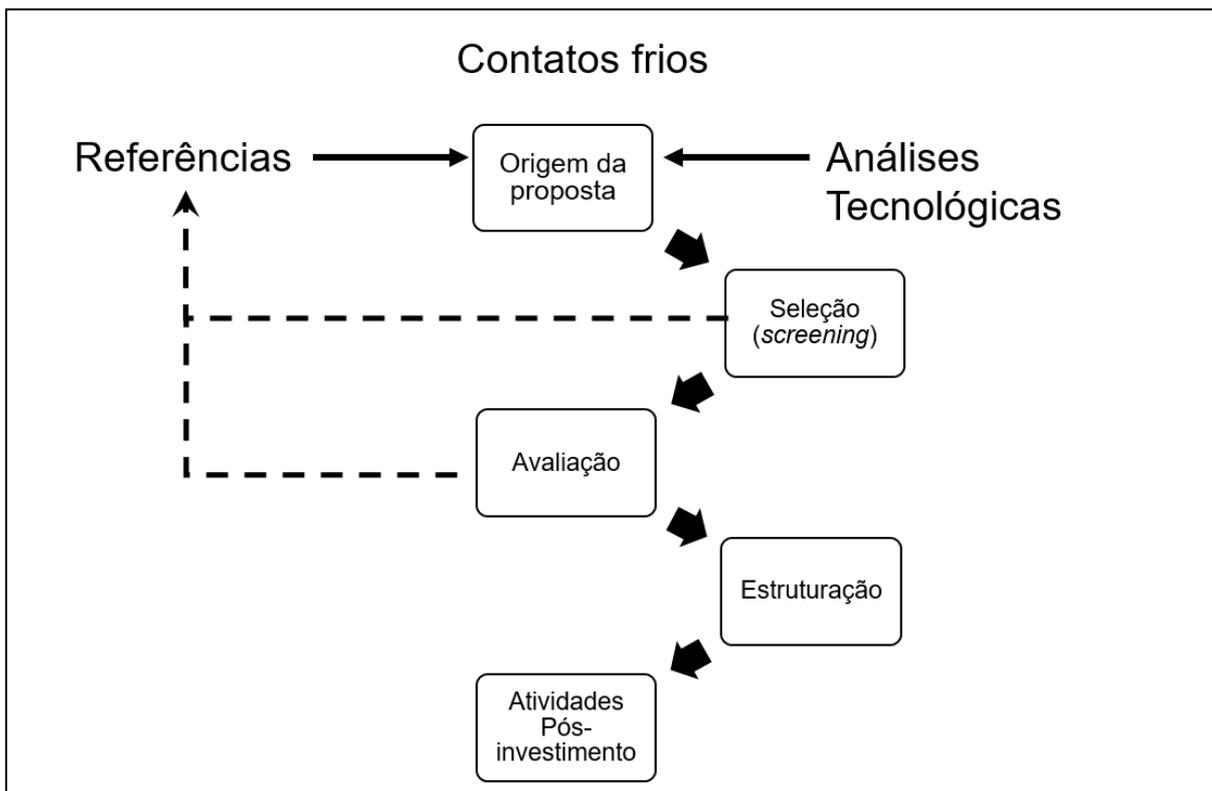
O interesse pela indústria do VC também é observado entre as empresas e investidores. Em 2015 no Estados Unidos, segundo a National Venture Capital Association (NVCA) foram captados mais de US\$28 bilhões de dólares, através de 236 fundos, sendo que destes noventa e três eram novos. Estima-se que no mesmo ano quase US\$60 bilhões de dólares foram investidos em 4.380 negócios, sendo que mais de 1.400 estavam recebendo investimento de fundos de VC pela primeira vez (NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, 2016).

No Brasil, em 2015, um estudo publicado pela KPMG e a ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital) demonstra que os investimentos cresceram 39% com relação ao ano anterior, atingindo R\$18,5 bilhões de reais. Quanto ao total de capital comprometido em VC e Private Equity os dados, obtidos com gestores de fundos, indicam que houve um aumento de mais de 20% com relação a 2014 chegando a aproximadamente R\$153,2 bilhões de reais, deste valor cerca de R\$102,4 bilhões foram investidos em empresas (ABVCAP, 2016).

Tyebjee e Bruno (1984) realizaram um importante estudo sobre o processo de investimento de VC, no qual demonstram que o modelo de investimento de capital de risco segue de alguma forma um processo (Figura 3) bem definido, iniciando pela origem da oportunidade e finalizando na saída (*exit*) do investimento (MILOUD; ASPELUND; CABROL, 2012).

O estudo seminal sobre o processo de investimento de VC realizado por Tyebjee e Bruno (1984) tem sido utilizado em diversas pesquisas na área de VC como, por exemplo, no processo e no estabelecimento de critérios utilizados por investidores anjos na tomada de decisão (FEENEY; HAINES; RIDING, 1999; HAAR; STARR; MACMILLAN, 1988; HAINES JR; MADILL; RIDING, 2003; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007) ou na análise de influência dos laços sociais nas decisões de investimento (SHANE, S.; CABLE, 2002).

Figura 3 - Modelo de processo de decisão nas atividades de investimento de VC



Fonte: Adaptado de Tyebjee e Bruno (1984)

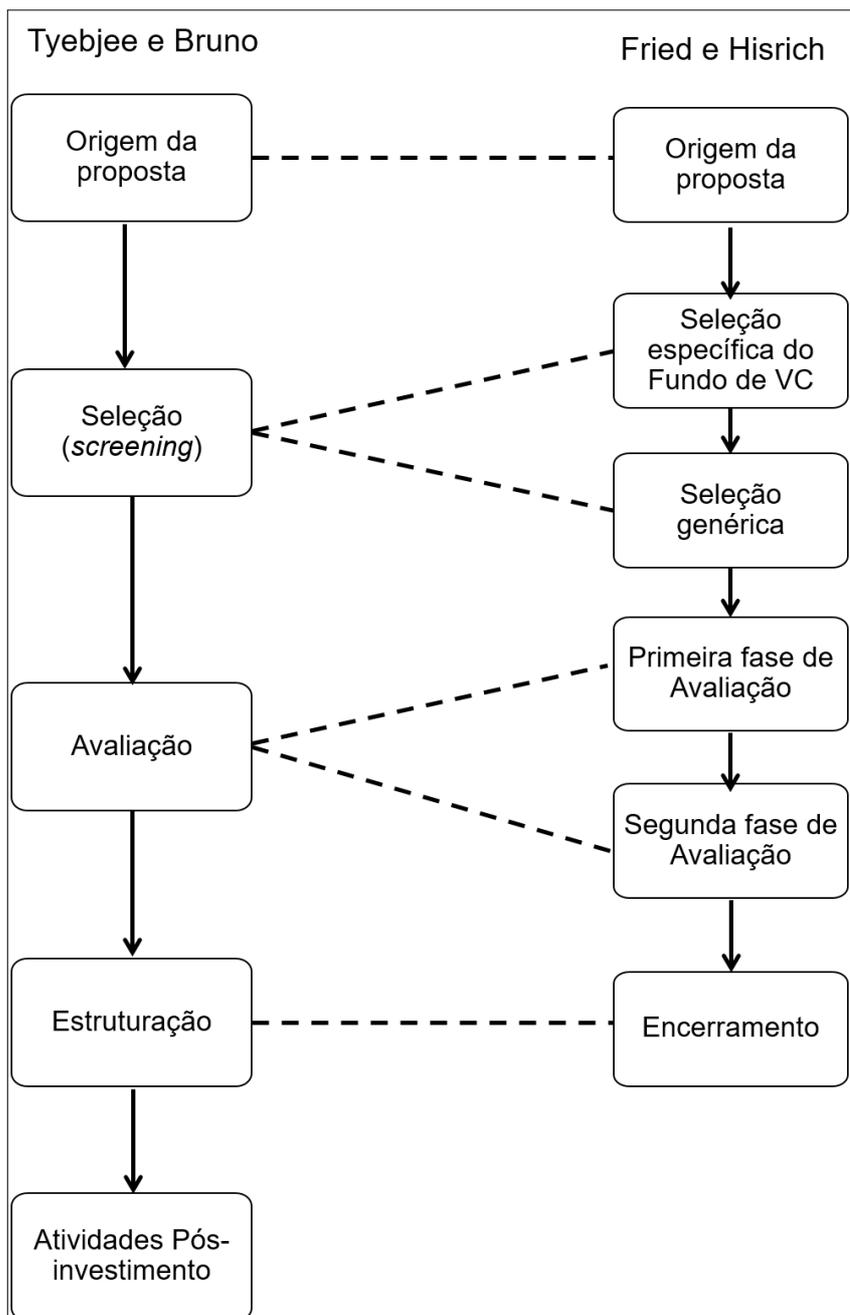
Os cinco passos do processo de investimento de VC propostos pelos autores são demonstrados a seguir (TYEBJEE; BRUNO, 1984):

- I. Origem da proposta: onde recebem diversas propostas de investimentos de empresas que muitas vezes chegam por meio de intermediários;
- II. Seleção (*screening*): o primeiro filtro realizado pelos investidores, onde podem utilizar critérios que refletem as limitações e direcionamentos do fundo em termos de tecnologia, produto e escopo de mercado;
- III. Avaliação (*evaluation* ou também conhecido como *due-diligence*): neste momento o *venture capitalist* avalia com mais detalhes as propostas buscando identificar os riscos do investimento, possibilidades de retornos e avaliar diferentes critérios como, por exemplo, habilidades e experiência dos empreendedores, tamanho e crescimento do mercado, finanças, tamanho do investimento e possibilidades de *exit*.

- IV. Estruturação do acordo (*deal structruing*): quando o investidor decide que um possível investimento é aceitável, o acordo com o empreendedor só será consumado somente se ambos aceitarem os termos de um contrato, onde poderão constar o valor a ser investido e a porcentagem de participação que o empreendedor disponibilizará em troca do capital.
- V. Atividades pós-investimento: após o acordo entre empreendedor e investidor, iniciam-se atividades de monitoramento pelo investidor, podendo ter uma cadeira no conselho administrativo, fornecendo acesso à sua rede de contatos, auxiliando a empresa a crescer para um momento de saída do investimento que pode ocorrer com uma fusão, aquisição ou abertura de capital.

Outro estudo analisando o modelo de processo de tomada de decisão de VCs foi realizado por Fried e Hisrich (1994), onde por meio de estudo de caso definiram um modelo com seis estágios, com amostra de 18 *venture capitalists*. Paul, Whittam e Wyper (2007) compararam os modelos de Tyebjee e Bruno e de Fried e Hisrich sugerindo que os mesmos podem ser boas referências para utilização na análise do modelo de processo de investidores informais, como será visto na próxima seção. Ambos os modelos podem ser vistos e comparados na Figura 4.

Figura 4 - Comparação de modelos de processo de investimento de VC



Fonte: adaptado de Paul, Whittam e Wyper (2007)

Para Fried e Hisrich (1994) os seis estágios propostos do processo de investimento identificados foram:

- I. Origem da proposta: são recebidas propostas muitas vezes na estrutura de um plano de negócios. Muitas destas propostas chegam “frias” por meio de submissão de empreendedores, porém a maioria das propostas investidas, segundo a pesquisa, chegavam por indicações da rede de contatos do fundo de VC.

- II. Seleção específica do Fundo de VC: muitos fundos de Venture Capital têm critérios específicos como, por exemplo, tamanho do investimento, mercados em que investem, localização geográfica e o estágio de investimento, esta fase elimina propostas que não atendem a estes critérios.
- III. Seleção genérica: nesta fase o fundo analisa rapidamente o plano de negócios da proposta e verifica com base no conhecimento, experiência e critérios mais genéricos, quais propostas podem passar para a próxima etapa onde as análises são mais detalhadas.
- IV. Primeira fase da Avaliação: neste momento os VCs começam a buscar mais informações sobre a proposta, tanto por meio de fontes externas (como por ex., contadores) quanto internas, e comparam com as informações disponibilizadas pelo empreendedor no plano de negócios. Geralmente esta fase inicia com uma reunião com os empreendedores que estão buscando financiamento e posteriormente uma série de reuniões com o time de gestores da startup. São avaliados com mais detalhes alguns critérios como, por exemplo, a capacidade de gestão do empreendedor e do time. Os VCs podem ainda contratar consultores técnicos para analisar produtos e pesquisas sobre os mercados nos quais a proposta se insere para colaborar com a tomada de decisão. Outro critério analisado são as projeções financeiras preparadas pelo empreendedor, podendo utilizar este critério para avaliar ainda a visão de futuro e habilidades de gestão do proponente.
- V. Segunda fase da Avaliação: esta fase inicia com o desenvolvimento de um comprometimento “emocional” do VC com a proposta. As avaliações continuam, porém o tempo gasto com a proposta aumenta consideravelmente. Como o objetivo da fase anterior é determinar se há um interesse sério no acordo, o objetivo desta fase é analisar quais são os obstáculos para o investimento e como podem ser superados.
- VI. Encerramento: após passar por diversas avaliações, a proposta vai para a fase de estruturar o acordo e negociar os documentos legais. Mesmo

após as avaliações nas outras fases, segundo os autores e os VCs pesquisados, há um número surpreendente de propostas que chegam a esta fase e são rejeitadas.

Na pesquisa feita por Petty e Gruber (2011), onde analisaram qualitativamente um fundo de VC que durante 11 anos recebeu 3631 propostas, cerca de 20% das propostas passaram da fase de *screening* (segundo passo do processo de Tyebjee e Bruno (1984); e segundo e terceiro passo do processo de Fried e Hisrich (1994)), e somente uma média de 1% foram aceitas e receberam investimento. Em cada fase existem diferentes critérios utilizados para a tomada de decisão. Segundo Sharma (2015) os critérios podem ser agrupados por experiências e habilidades de gestão dos empreendedores, do time, atributos do produto, tamanho e crescimento do mercado e por fim as expectativas de retorno.

As startups são classificadas em diferentes estágios quando estão captando investimento e sendo analisadas por investidores. Estes estágios para Block *et al.* (2014) dividem-se em quatro: o primeiro estágio de desenvolvimento de uma startup é também conhecido como *seed stage* (traduzido do inglês, estágio semente) onde trabalham-se o conceito do negócio, desenvolvimento do produto/serviço e testes. O próximo estágio é o *early-stage* (em tradução literal, fase inicial) onde investimentos são utilizados para desenvolvimento do produto, sua validação e comercialização inicial, fabricação e vendas. O terceiro é o estágio de expansão (do inglês, *expansion-stage*), onde neste ponto o produto está disponível para o mercado e os investimentos são utilizados para expandir a produção e incrementar as receitas. Finalmente o quarto estágio é conhecido como *later-stage* (fase posterior) onde além de manter o crescimento o objetivo também é identificar e atingir uma estratégia de venda da empresa também conhecido como *exit*.

Normalmente o estágio *seed* é financiado por fontes oriundas de recursos dos 3Fs (do inglês, *Founders, Family and Friends*): empreendedores fundadores, de seus familiares ou de seus amigos (MASON; BOTELHO; HARRISON, 2013). No *early-stage* uma startup pode captar recursos por meio de investidores anjos (RAMADANI, 2012). Os fundos de VC, na sua grande maioria, focam em propostas que estão em estágios mais avançados, ou também conhecidos como *later-stage* para diminuir seus riscos (HELLMANN; THIELE, 2015).

Todos os anos milhares de empreendedores submetem suas propostas de negócio para VCs esperando receber o investimento desejado para expansão e para ter acesso a uma rede de conexões dos fundos que muitos acreditam que possibilitará realizar seus objetivos comerciais e financeiros na construção de seu novo negócio (PETTY; GRUBER, 2011).

Mas há um importante papel em termos de capital para empreendedorismo e inovação que tem chamado atenção aos pesquisadores, empreendedores e governo, os Investidores Anjos (IAs): seus investimentos informais normalmente são em startups nos estágios *seed* e *early-stage*, e além dos recursos financeiros, complementam os negócios com habilidades comerciais, experiência empreendedora e rede de contatos (LAHTI, 2011). Como os VCs tendem a investir em estágios mais avançados no desenvolvimento de startups, pois oferecem um ciclo de *exit* mais curto e menores níveis de risco (SAPIENZA; MANIGART; VERMEIR, 1996), os recursos providos por Investidores Anjos no *early-stage* são muito importantes para o desenvolvimento de negócios inovadores (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

2.3.2. Investidores anjos

O termo investidor anjo (*angel investor*), surgiu na Broadway (Nova Iorque – EUA), no final do século XIX, onde investidores ricos asseguravam os meios financeiros para os diretores produzirem novos musicais e peças teatrais (RAMADANI, 2012).

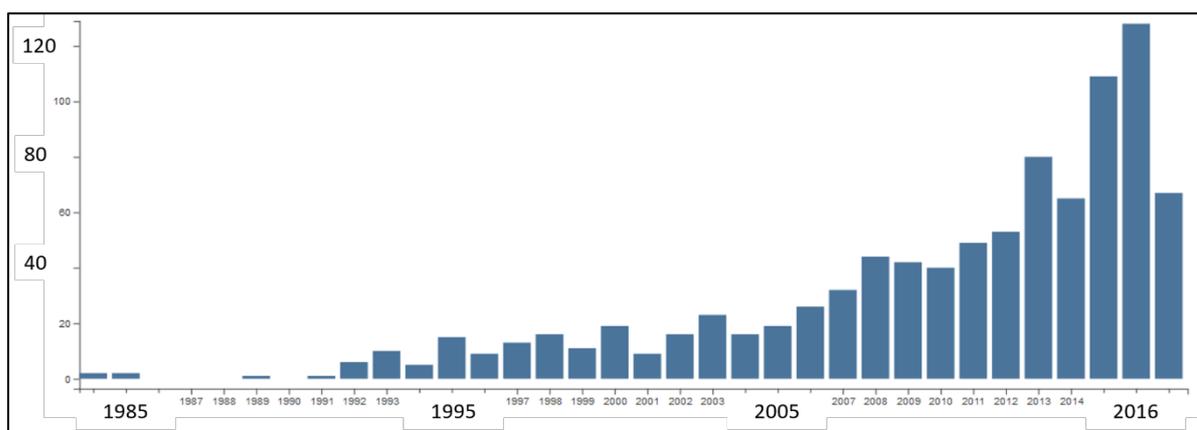
Os IAs são investidores privados, também chamados de investidores informais, que proveem, com seu próprio dinheiro, capital de risco para novos negócios em crescimento onde não possuem conexões diretas ou familiares (MASON; HARRISON, R., 1995; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011). Eles investem uma parte de sua riqueza pessoal, tipicamente, em troca de uma participação (*equity*) minoritária em uma startup (WRIGHT; ROBBIE, 1998). Seus investimentos são baseados em compartilhamento do risco e da recompensa com os empreendedores (MAXWELL; LÉVESQUE, 2014). Para Brush, Edelman e Manolova (2012) esses investidores tem um papel crucial em financiar o crescimento de startups investindo em seus estágios iniciais (*seed* e *early-stage*).

Para Romani *et al.* (2013) os investidores anjos são importantes não somente para cobrir as necessidades de recursos financeiros, mas também porque eles se envolvem com o negócio; isso quer dizer que eles investem tempo, onde aconselham e guiam os empreendedores em aspectos técnicos e de gestão, também chamado de dinheiro inteligente (do inglês, *smart-money*). A grande maioria dos investidores anjos são ou foram empreendedores de sucesso ou experientes executivos (FLORIN; DINO; HUVAJ, 2013; HSU *et al.*, 2014), o que demonstra suas habilidades comerciais, experiência empreendedora e rede de contatos para negócios (LAHTI, 2011).

Em termos acadêmicos, desde os artigos de Wetzel (1981, 1983) na década de 1980, percebe-se um aumento no interesse de pesquisadores em entender o papel dos IA em investir em novos negócios (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011). Porém, apesar da grande quantidade de evidências da importância na criação e crescimento de novas empresas, os IAs tem recebido pouca atenção da academia, principalmente em relação a fundos de VC (CAPIZZI, 2015).

Em pesquisa pelos termos em inglês ligados a IAs (*business angel, informal investor, private investor, angel investor, angel capital*) encontrados na literatura, na base Web of Science (WoS), foram encontrados 935 artigos publicados em jornais científicos. O número de publicações anuais apresentou crescimento a partir da década de 1990 conforme demonstrado na Figura 5.

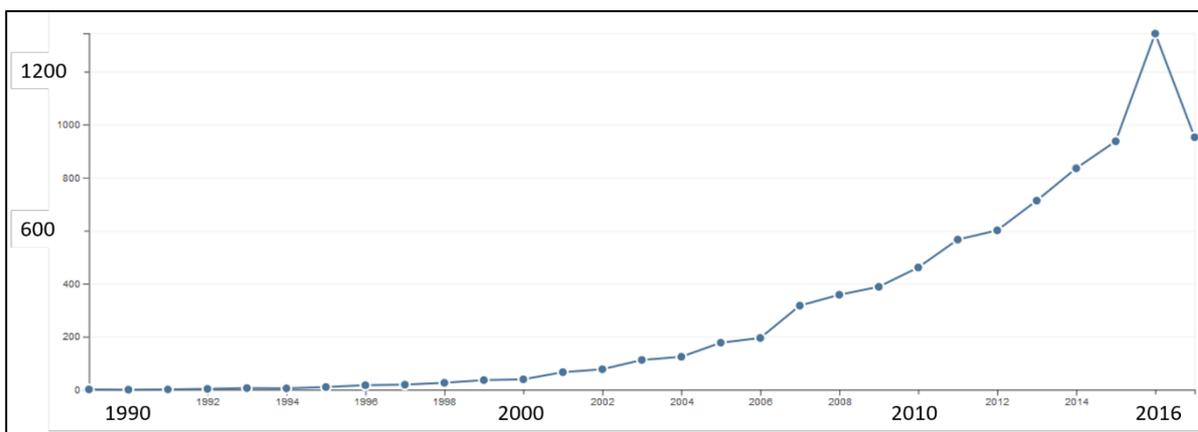
Figura 5 - Número de publicações anuais com termos Investidores Anjos na base Web of Science



Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se também um número crescente nas citações dos artigos, conforme demonstrado na Figura 6.

Figura 6 - Quantidade de citações por ano sobre Investidores Anjo

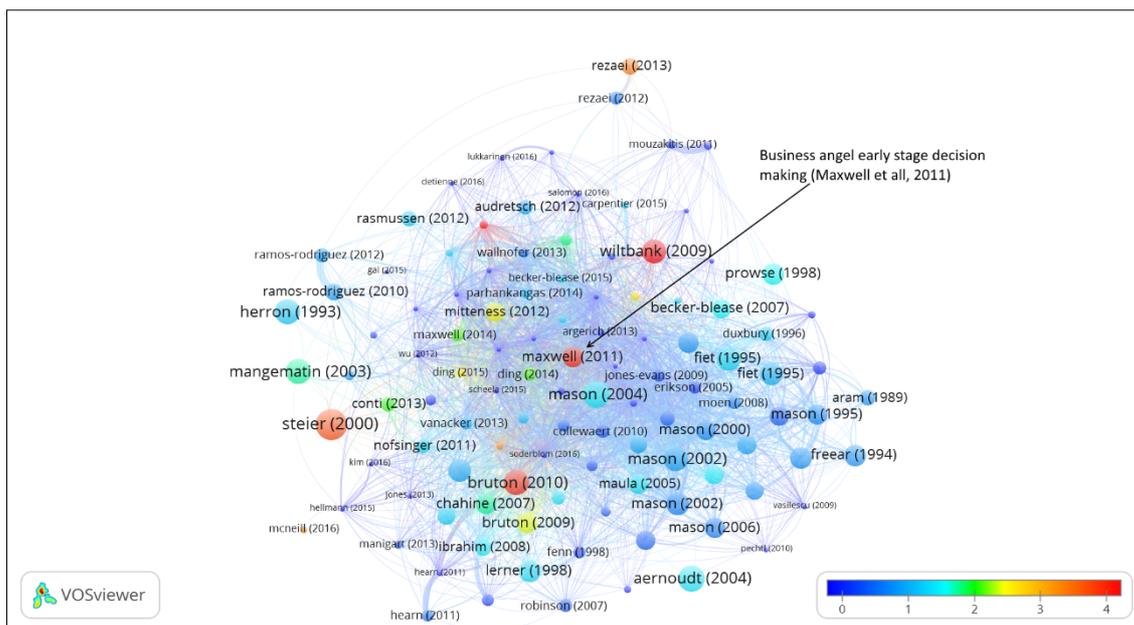


Fonte: elaborado pelo autor.

Para uma visão mais aprimorada dos periódicos com maior importância, extraiu-se informações sobre o total de citações recebidas por cada periódico, apresentados no Anexo 2 - Tabela 12. Nota-se que 20 dos periódicos (menos de 5% do total) são responsáveis por 70% das citações. Neste extrato comparado com o resultado dos fundos de VC, percebe-se que o *Journal of Business Venturing* continua sendo uma das referências em números de citações, além da presença de periódicos como o *Journal of Finance* e *Strategic Management Journal*. Observa-se que alguns dos periódicos apontados na pesquisa, não são de áreas da administração, finanças e economia. Com os dados obtidos também foi possível identificar os artigos e autores mais citados, os quais serviram de base para a revisão da literatura.

Na Figura 7 são demonstradas as redes formadas pelo número de citações normalizadas, demonstrando que o artigo de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) é considerado um artigo importante no desenvolvimento do tema, principalmente no processo de tomada de decisão de investimento de Investidores Anjo. O estudo foi amplamente utilizado como base nesta pesquisa, e será detalhado posteriormente na seção relacionada aos critérios utilizados por IAs na tomada de decisão.

Figura 7 - Sobreposição dos artigos por similaridade de publicação



Fonte: elaborado pelo autor.

Os dados apontados demonstram a evolução do tema na academia, o crescimento do número de artigos publicados, assim como os autores que estão colaborando com o desenvolvimento e a conexão do mercado de investimento anjo com a academia.

No EUA entre os anos de 2001 e 2013 os investidores anjos investiram uma média de US\$22 bilhões de dólares a cada ano em aproximadamente 55 mil empresas *early-stage*; durante o mesmo período, os fundos de Venture Capital investiram uma média de US\$7.2 bilhões de dólares anuais em 1.535 em startups (CARPENTIER; SURET, 2015). Na Europa segundo relatório da European Commission (2015), os IAs foram os principais fornecedores de capital de risco para empresas no *early-stage*, sendo que em 2014 foram cerca de €7.5 bilhões de euros neste estágio, €5.5 bilhões de euros oriundos de anjos e o restante de fundos de VC.

No Brasil, a Anjos do Brasil (2016), uma associação sem fins lucrativos, tem como objetivo fomentar o investimento anjo e apoio ao empreendedorismo inovador no país. Em um levantamento sobre IAs traçou um perfil dos anjos brasileiros e os potenciais de investimento.

Os dados apontam que 91% dos investidores são do sexo masculino, com uma média de idade de 47 anos, na grande maioria empresários e que atuam como

investidores anjo em média a 1,4 anos, ou seja, uma atividade recente. Dos pesquisados 43% já investiram em mais de um projeto de startups inovadoras, sendo que a média de investimento foi de R\$ 208.426. Ao final de 2015 foram contabilizados 7.260 investidores anjos no Brasil, com um potencial de investimento de R\$1,7 bilhões de reais, valor abaixo do ano anterior que chegou a R\$2,9 bilhões (ANJOS DO BRASIL, 2016).

Como exemplos de investimentos, em 1874 Alexander Graham Bell utilizou de investimento de IAs para criar a Bell Telephone; em 1903 cinco IAs ajudaram Henry Ford com cerca de US\$40.000 dólares em seu projeto da indústria automotiva; na década de 1980 um investidor anjo investiu US\$91.000 dólares no que se tornaria a Apple Computer (RAMADANI, 2012; SUDEK, 2006). No Brasil um dos casos destacados pela Anjos do Brasil (2016) é da empresa Buscapé Company que iniciou com quatro estudantes e apoio de um IA, e depois de 10 anos foi vendida por US\$342 milhões de dólares. Outro caso é da curitibana Bematech (2016) que iniciou na Incubadora Tecnológica de Curitiba e contou com o apoio de um investidor anjo para expandir seus negócios na década de 1990, e atualmente é líder no mercado em que atua.

Apesar das atividades intensas, os IAs financiam apenas uma pequena porção das propostas que recebem e poucos empreendedores tem a oportunidade de encontrar e apresentar seus projetos a estes investidores (CARPENTIER; SURET, 2015). Consequentemente, entender melhor os fatores que influenciam a tomada de decisão dos investidores é importante para os empreendedores que estão captando investimento (BRUSH; EDELMAN; MANOLOVA, 2012).

2.3.2.1. Processo de Tomada de Decisão dos Investidores Anjos

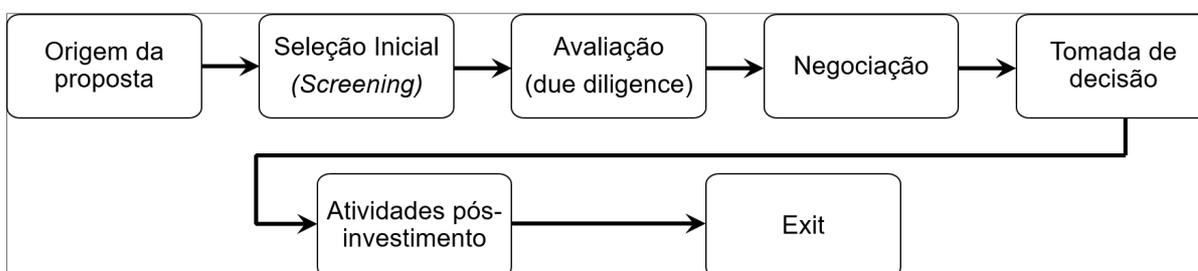
Como as economias desenvolvidas e em desenvolvimento experienciam um aumento significativo de startups necessitando investimento, entender o processo de tomada de decisão de Investidores Anjos se tornou um tópico ainda mais importante para pesquisadores e praticantes (JEFFREY; LÉVESQUE; MAXWELL, 2016).

Alguns estudos do processo de investimento de investidores anjo foram baseados nos processos utilizados por VCs (HAINES JR; MADILL; RIDING, 2003; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007), como já mencionado anteriormente. O

investimento anjo é um processo de tomada de decisão interativo, de vários estágios, entre investidores e empreendedores sob condições de risco (HARRISON; MASON; SMITH, 2015; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Haines et. al. (2003) baseou-se no artigo seminal de Tyebjee e Bruno (1984) e em Osnabrugge e Robinson (2000), por serem considerados segundo os autores importantes contribuições, para criar o modelo utilizado em sua pesquisa. Utilizando de métodos qualitativos, realizou entrevistas com 11 grupos focais formados por 51 investidores e outras pessoas envolvidas no financiamento de novas empresas no Canadá. O modelo proposto pelos autores é demonstrado na Figura 8.

Figura 8 - Processo do Investimento Anjo



Fonte: adaptado de Haines Jr., Madill e Riding, (2003)

Detalhes das sete fases propostas no modelo são apresentadas a seguir (HAINES JR; MADILL; RIDING, 2003):

- I. Na fase Origem da Proposta, os autores relatam sobre as motivações em investir e nas formas com que os IAs recebem propostas que, segundo a pesquisa, normalmente são por meio de indicações de sua rede de contatos.
- II. Na Seleção Inicial (*screening*), segundo a pesquisa feita pelos autores somente 6% das propostas passaram para a próxima fase, pois é quando os investidores iniciam a triagem das propostas, avaliando alguns aspectos com base nas informações até então obtidas e alguns critérios relacionados na grande maioria ao empreendedor e ao mercado em que a proposta se encaixa.
- III. Na fase de *Due Diligence*, alguns investidores pesquisados relataram que utilizam da informalidade para verificar mais detalhadamente a proposta, olhando para projeções financeiras e reunindo-se para

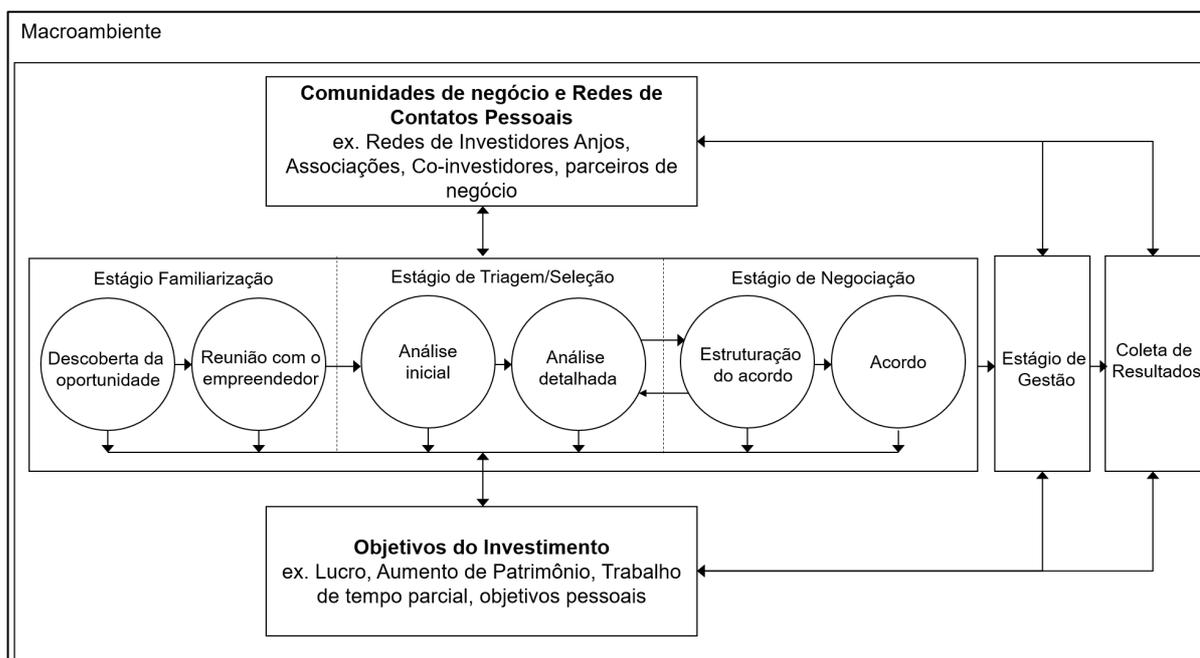
conversar com os empreendedores. Outros investidores informaram que utilizam um processo mais sofisticado, fazendo uso de checklists, contratando pessoas para analisar toda a documentação e obter informações sobre o empreendedor.

- IV. Na Negociação, o investidor negocia com o empreendedor por meio de um contrato societário (*shareholder agreement*) termos como o valor da empresa e os valores que serão investidos pelo IA e por fim, a negociação e aceitação mútua de uma estratégia de *exit*.
- V. Na fase de Tomada de Decisão, os investidores avaliam três fatores críticos que fariam investir no negócio: pessoas, o potencial do produto/tecnologia e valores não financeiros que o investidor percebe que pode levar ao projeto.
- VI. Na penúltima fase, Atividades pós-investimento, após o acordo de investimento o IA contribui para o negócio não só com o recurso financeiro, mas também com conselhos constantes em respeito a finanças e estratégias de negócio, contatos e potenciais clientes, participação no conselho administrativo, muitas vezes envolvimento direto no dia a dia de operações da empresa, inteligência de mercado e negócio, e credibilidade ao negócio. Desta forma também os IAs, podem monitorar seu investimento.
- VII. Por fim, a fase do *Exit* demarca a saída do investidor do negócio, seja por aquisição do negócio por outra empresa, recompra das ações do investidor pelo empreendedor, venda das ações para outro investidor, abertura de capital (IPO) ou simplesmente a aceitação do prejuízo do capital investido.

Na pesquisa realizada por Paul, Whittam e Wyper (2007) por meio de entrevistas com 30 IAs, os autores propuseram um modelo baseado em cinco estágios: familiarização, triagem/seleção (*screening*), negociação, gestão e coleta de resultados. O modelo pode ser visto na Figura 9.

Conforme sugerem os autores, o modelo permite uma iteração entre as fases principais para que o investidor possa buscar as informações que considera necessárias para a tomada de decisão, voltando para passos anteriores caso seja necessário. As propostas chegam aos investidores na maioria das vezes por meio de sua rede de contatos, comunidades que suportam as atividades dos anjos como Redes de Investidores Anjo, agências de desenvolvimento econômico, amigos, co-investidores e parceiros de negócio.

Figura 9 - Modelo de processo do Investimento Anjo



Fonte: adaptado de Paul, Whittam e Wyper, (2007)

Os estágios propostos no modelo são demonstrados abaixo (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007):

- I. **Familiarização:** este estágio do processo compreende duas atividades principais, aprender sobre a oportunidade e conhecer o empreendedor. Nesta fase inicial, alguns IAs preferem ler um sumário executivo (duas a três páginas) do plano de negócios, outros preferem uma versão mais detalhada. A pesquisa realizada pelos autores demonstrou que os IAs neste estágio focam na análise do empreendedor e do time por trás do negócio.
- II. **Triagem/Seleção (*screening*):** o investidor procura analisar informações sobre a oportunidade e o empreendedor por trás dela. Inicia com alguns

encontros onde o investidor tenta confirmar as primeiras impressões e entender melhor a oportunidade do negócio. Muitos fazem uma checagem do empreendedor e sua experiência por meio de sua rede de contatos, e além disso analisam o plano de negócios proposto principalmente nas áreas de marketing e finanças. Dentro deste estágio também é realizada uma análise mais detalhada, também conhecida como *due-diligence*, onde o investidor busca identificar se as informações descritas no plano demonstram uma verdadeira oportunidade de investimento. Os IAs tentam identificar se terão uma boa relação com o empreendedor, muitas vezes aconselhando mudanças e analisando a receptividade do proponente.

- III. **Negociação:** Neste estágio a possibilidade de investir já está maior e começam-se as negociações com relação à valoração da empresa (também chamado de *valuation*), quantidade a ser investida e a cota de participação que o investidor terá direito. Alguns participantes da pesquisa comentaram que são discutidos também alguns pontos referentes a como serão disponibilizados investimentos adicionais, porém na maioria dos casos não ia para o acordo formal de investimento. A conclusão desta fase é um acordo formal entre os empreendedores e IA detalhando a negociação aceita pelas partes.
- IV. **Gestão:** nesta fase os IA monitoram e auxiliam as empresas investidas a desenvolver seu negócio com suas habilidades e experiências. Os autores comentam que a maioria dos entrevistados eram “mão na massa” (*hands on*), tendo um papel ativo pós-investimento.
- V. **Coleta de Resultados¹:** é o estágio em que o IA realiza o retorno de seu investimento, também conhecido por *exit*. Na pesquisa os investidores não demonstraram uma preferência clara por uma forma de *exit* mas que poderia provavelmente ser uma venda de sua participação para outros investidores ao invés de uma abertura de capital ou a recompra pelos empreendedores.

¹ O autor usa o termo em inglês *Harvesting Stage*

Nesta pesquisa, nosso foco irá se ater a fase de *Screening* proposta por Paul, Whittam e Wyper, (2007), onde o IA consegue identificar se há uma boa oportunidade de investimento e se conseguirá criar um relacionamento com o empreendedor buscando investimento.

Ambos os modelos propostos por Haines Jr., Madill e Riding (2003) e Paul, Whittam e Wyper (2007) foram bases para identificar o processo de tomada de decisão por IAs e conseqüentemente, além das duas pesquisas citadas, outros estudos focaram em desenvolver e testar um conjunto de critérios em que os investidores utilizam em suas decisões de investimento (BRUSH; EDELMAN; MANOLOVA, 2012). Devido as altas taxas de falhas em atrair investimento de IA por empreendedores, é importante compreender os fatores que levam um investidor anjo a investir em uma startup, contribuindo para que novos empreendedores possam melhorar suas apresentações aos investidores e conseqüentemente aumentar o número de empreendimentos que recebem investimento (JEFFREY; LÉVESQUE; MAXWELL, 2016); portanto, no próximo capítulo é realizado um estudo sobre o que já foi pesquisado sobre critérios utilizados por Investidores Anjos no processo de tomada de decisão.

2.3.2.2. Critérios utilizados por IAs na tomada de decisão

Os estudos dos critérios utilizados por IAs para avaliar as possibilidades de investimento iniciaram também na década de 1980, com base em pesquisas anteriores relacionadas a fundos de VC (HAAR; STARR; MACMILLAN, 1988). Ao avaliar os critérios utilizados por um grupo de anjos na Europa, Mason e Harrison (1996) elencaram diversos fatores que levaram a rejeição do investimento em cinco categorias: empreendedor e time de gestores, finanças, mercado, produto e diversos (que não se encaixaram nas outras categorias). As categorias que mais se destacaram foram relacionadas ao empreendedor, ao time gestor e finanças, com critérios de rejeição como, por exemplo, lacunas no time gestor ou time gestor não é forte o suficiente.

Feeney, Haines e Riding, (1999) investigaram no Canadá IAs que apontaram que os investimentos aconteceriam, se desejavelmente encontrassem alguns atributos no empreendedor e na oportunidade. Quanto ao empreendedor incluíam: histórico de gestão, realismo na apresentação da proposta, integridade e abertura.

Por outro lado, buscavam na oportunidade: alto potencial de lucro, um plano de *exit* sensato, alguma forma de segurança e envolvimento do investidor.

As pesquisas indicam que ao avaliar uma oportunidade, os IAs, em seus critérios, demonstram a importância de analisar as finanças e outros fatores facilmente verificáveis como vendas, evidência de aceitação do mercado e de seu tamanho, e também a proteção do produto por meio de patentes (MASON; STARK, 2004). Alguns fatores de capital humano possíveis de se analisar também são considerados importantes como, por exemplo, experiência, habilidades, histórico e características do empreendedor e do time gestor (HAINES JR; MADILL; RIDING, 2003; MASON; STARK, 2004; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Em um estudo com investidores anjo do sul da Califórnia, Sudek (2006) demonstrou que, como critérios principais elencados, os IAs analisam: a confiabilidade, o entusiasmo, o comprometimento e a paixão que conseguem perceber no empreendedor, além da qualidade do time de gestores e as possibilidades de *exit* para os investidores.

Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) em sua pesquisa sobre critérios utilizados nas fases iniciais do processo de tomada de decisão, analisaram 602 interações entre investidores e empreendedores gravadas de um programa de TV no Canadá (Dragon's Den, semelhante ao americano Shark Tank). Os autores ainda fizeram um levantamento na literatura e compilaram 28 critérios de 13 artigos considerados seminais (JEFFREY; LÉVESQUE; MAXWELL, 2016), demonstrados no Quadro 2. Como resultados identificaram que os investidores utilizam uma tomada de decisão heurística não compensatória, o que significa que avaliam, inicialmente, critérios de rejeição buscando identificar na primeira interação com o empreendedor, o que os autores chamaram de, uma "falha fatal" ("*fatal flaw*") para desconsiderar a proposta o quanto antes. Do total das interações foram rejeitadas 436 devido à presença de pelo menos uma falha fatal, e outras 112 foram rejeitadas por riscos de desempenho percebidos pelo IA como, por exemplo, "alto potencial de falha" e "retorno insuficiente do investimento"(MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011). A

demonstra as taxas de rejeição das interações avaliadas pelos autores.

Quadro 2 - Critérios avaliados por IA na tomada de decisão em investimentos

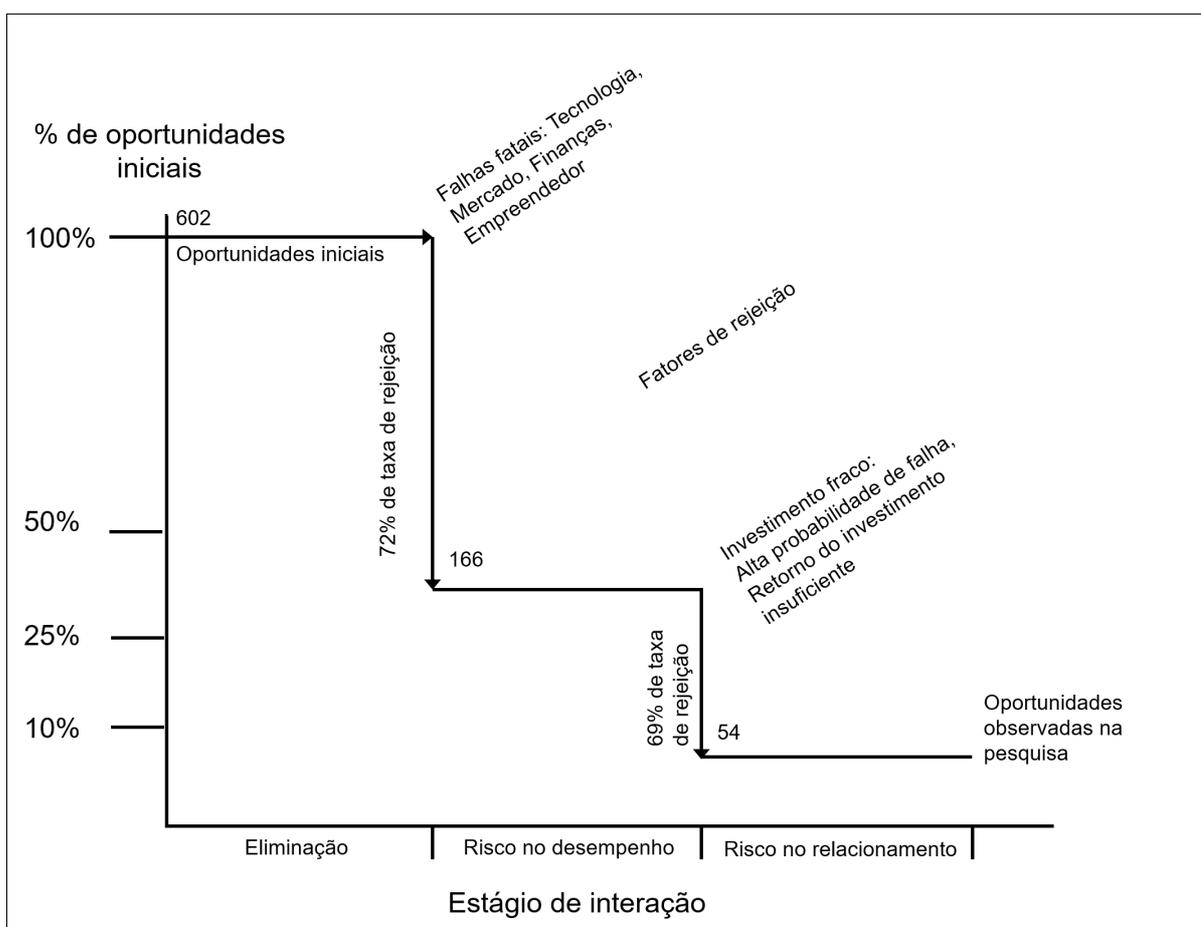
Categoria	Critérios de decisão	Haar et al (1988)	Bachher e Guild (1996)	Mason e Harrison (1996)	Landström (1998)	Feeney et al. (1999)	van Osnabrugge (2000)	Mason e Harrison (2002)	Haines et al (2003)	Stedler e Peters (2003)	Mason e Harrison (2003)	Mason e Stark (2004)	Sudek (2006)	Paul et al (2007)
Produto	Interesse/benefício	✓	✓	✓	✓	✓	✓				✓	✓	✓	
	Status		✓	✓				✓				✓		
	Possibilidade de Proteção	✓	✓	✓	✓		✓			✓			✓	
	Inovação / qualidade		✓	✓			✓	✓		✓	✓	✓		
Mercado	Tamanho do Mercado	✓	✓	✓	✓		✓		✓		✓	✓	✓	
	Engajamento dos clientes		✓											
	Potencial de crescimento		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Fornecimento / Distribuição		✓	✓	✓						✓			
	Dinâmica do mercado	✓	✓	✓	✓	✓	✓				✓		✓	
Empreendedor	Experiência na indústria	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓
	Histórico		✓	✓	✓	✓	✓		✓			✓	✓	
	Paixão / comprometimento		✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
	Integridade / confiabilidade		✓	✓		✓	✓	✓	✓				✓	
	Conhecimento da Tecnologia		✓		✓		✓			✓		✓		✓
Finanças	Expectativas					✓			✓					
	Rentabilidade / Realismo			✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	
	Capitalização / fluxo de caixa			✓		✓	✓	✓		✓			✓	
	Tamanho do investimento			✓		✓	✓						✓	
	Plano de negócios / apresentação	✓	✓	✓	✓	✓		✓			✓	✓		
	ROI / <i>valuation</i>			✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	
	Liquidez				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
Investimento	Características do time	✓		✓	✓	✓							✓	✓
	Empreendedor fit		✓	✓		✓	✓		✓				✓	✓

	Negócio fit	✓		✓	✓	✓	✓				✓	✓	✓	✓
	Localização	✓	✓		✓		✓							✓
	Origem da indicação		✓	✓					✓	✓				
	Co-investimento		✓	✓	✓		✓						✓	
	Papel do Investidor		✓		✓	✓	✓		✓					

Fonte: adaptado de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011)

Das 54 interações restantes, Maxwell e Lévesque (2014) realizaram um estudo em que avaliam como a construção da confiabilidade entre o empreendedor e o investidor pode resultar na aprovação do investimento após a primeira análise do IA. Neste sentido, analisaram comportamentos que poderiam criar, danificar ou violar a confiança do IA no empreendedor, que resultaria em um relacionamento entre as partes. O resultado demonstrou que os empreendedores que demonstraram grande número de comportamentos que criam confiança e um pequeno número de ocorrências de comportamentos que danificam a confiança são mais propensos a receber uma oferta de investimento. Por outro lado, quando um empreendedor demonstra um comportamento que viola a confiança, na maioria dos casos acarreta a não possibilidade de se iniciar uma relação.

Figura 10 - Eliminação de oportunidades de Negócios por IAs



Fonte: adaptado de Maxwell e Lévesque (2014)

Em alguns casos em que foram identificados comportamentos que poderiam danificar a confiança, os IAs propuseram seu direto envolvimento no negócio ou a introdução de mecanismos de controle de comportamentos do empreendedor, como,

por exemplo, a aprovação do investidor para qualquer utilização do dinheiro investido (MAXWELL; LÉVESQUE, 2014). Mais recentemente, Jeffrey, Lévesque e Maxwell (2016) demonstraram que nesta etapa os IAs também usam de avaliações agregadas de retorno e risco antecipados e analisam de forma não compensatória, ou seja, tanto risco quanto o retorno deve atingir um certo nível a fim da proposta não ser rejeitada.

Portanto são avaliados inicialmente de forma heurística e não compensatória, os critérios para rejeitar oportunidades em que percebe-se uma falha fatal (JEFFREY; LÉVESQUE; MAXWELL, 2016; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011), e ainda durante o processo, a confiança que o empreendedor demonstra ao investidor (MAXWELL; LÉVESQUE, 2014) e posteriormente a avaliação do risco e retorno antecipado pelo IA (JEFFREY; LÉVESQUE; MAXWELL, 2016).

No Brasil, durante a pesquisa desta dissertação, poucos estudos foram identificados no tema, com destaque para Machado (2015) que entrevistou cinco investidores anjos e três especialistas da região de São Paulo. O autor utilizou dezessete, dos vinte e oito, critérios da pesquisa de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) para verificar quais os critérios utilizados pelos IAs brasileiros no processo de tomada de decisão de investimento e quais eram os cinco critérios considerados mais importantes. Segundo o autor, a utilização de somente dezessete foi definida pela quantidade de aparições destes critérios na literatura. Foi identificado que os critérios mais importantes foram: rentabilidade/realismo, interesse e benefícios do produto/serviço, inovação e qualidade do produto/serviço, e por fim ROI (Retorno do Investimento, do inglês *Return on Investment*)/*valuation*. Outro achado da pesquisa, foi que os IAs consideram importante o critério Possibilidade de Proteção (patente do produto), porém difícil de ser utilizado no Brasil (MACHADO, 2015). Este motivo pode ocorrer devido a limitações na administração de políticas públicas de propriedade intelectual no país, especialmente no que tange o registro de patentes (MATIAS-PEREIRA, 2011).

Ainda Machado (2015) relatou que um dos investidores entrevistados sugeriu novos critérios como, por exemplo, *timing* do produto, ou seja, o momento de lançamento do produto/serviço. O autor documentou que dois dos especialistas sugeriram critérios como o ambiente em que a startup está inserida, ou seja, em uma

incubadora ou aceleradora e ainda o plano estratégico para visualizar uma visão de longo prazo à startup.

Complementando os achados na literatura de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) dispostos no Quadro 2, a Tabela 1 demonstra os resultados da classificação de importância dos critérios mais citados na pesquisa por Machado (2015). A classificação é em termos de grau de importância, de 1 a 5, sendo 1 para o mais importante e 5 para o menos importante.

Tabela 1 - Classificação dos critérios por IAs brasileiros

Categoria	Critérios de decisão	Investidor 1	Investidor 2	Investidor 3	Investidor 4	Investidor 5
Produto	Interesse/benefício		5		4	1
	Possibilidade de Proteção					
	Inovação / qualidade	1		4		
Mercado	Tamanho do Mercado					2
	Potencial de crescimento			3	2	
	Dinâmica do mercado					
Empreendedor	Experiência na indústria	2			5	
	Histórico					4
	Paixão / comprometimento			2		
	Integridade / confiabilidade		3		3	
Finanças	Rentabilidade / Realismo		1		1	3
	Plano de negócios					5
	ROI / <i>valuation</i>	5		1		
	Liquidez					
Investimento	Empreendedor fit		4			
	Negócio fit	3		4		
	Papel do Investidor	4	2			

Fonte: adaptado de Machado (2015).

Destaca-se ainda, que na pesquisa de Machado (2015) quanto a citações dos critérios, há diversidade entre os investidores que, conforme concluído pelo autor, sugere que os IAs utilizam critérios distintos para análise, sustentando a abordagem de Landström (1998) onde apenas alguns critérios são utilizados e depende ainda do perfil, do tipo do investimento e de fatores pessoais do investidor.

É importante destacar que, também como justificativa desta pesquisa, já foram identificadas diferenças entre os critérios utilizados por IAs em diferentes regiões do EUA (ex., HAAR; STARR; MACMILLAN, 1988) e da Europa (ex., LANDSTRÖM, 1998; MASON; BOTELHO, 2016; MASON; HARRISON, R. T., 1996). Propõe-se desta forma, que pode-se encontrar diferenças entre os critérios utilizados por investidores no sudeste do Brasil e os utilizados por investidores de Santa Catarina, como será demonstrado nas próximas seções.

Recentemente diversas pesquisas têm surgido na análise de critérios de decisão utilizados por Grupos de Investidores Anjos (CARPENTIER; SURET, 2015), porém o foco desta pesquisa mantêm-se nos critérios utilizados pelo indivíduo e não pelo grupo.

O investidor anjo, ao analisar uma proposta de investimento, determina se aquela startup está apta a crescer com base em seu time, suas operações, base de clientes, habilidades e competências da organização, análises de risco e retorno do investimento, o potencial de escala do negócio e as estratégias de *exit* (BRUSH; EDELMAN; MANOLOVA, 2012).

2.4. Considerações sobre a problemática e estado da arte

Este capítulo de revisão da literatura teve grande importância em compreender como os investidores anjos avaliam suas oportunidades de investimento. Apesar da convivência com o ambiente de inovação, startups e investidores anjos, muitos dos conceitos revisados foram compreendidos com mais detalhes e proporcionou clareza da necessidade de auxiliar os empreendedores na busca de recursos financeiros advindos de capital de risco, e ainda, educar novos aspirantes a investidor anjo.

Reitera-se também a partir do estudo, o melhor entendimento das categorias a serem analisadas no instrumento de coleta de dados empíricos, neste caso os critérios utilizados pelos IAs na tomada de decisão de investimento em startups levantados por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) e demonstrados no Quadro 2.

Uma nota no artigo de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) proporcionou identificar a aplicabilidade deste estudo, pois após a identificação dos critérios, os autores aplicaram capacitações a empreendedores de como apresentar uma proposta a investidores anjos. Como resultado, dobrou-se o número de propostas que

passaram da primeira fase de análise pelos IA e receberam investimento. Neste sentido, favorece ainda mais a importância de colaborar com empreendedores, investidores, universidades e a administração pública com base nos estudos realizados sobre investimento anjo.

3. METODOLOGIA

Este capítulo demonstra quais são os métodos e a classificação desta pesquisa, assim como define a população e amostra do estudo, além das categorias de análise e as formas de coleta e análise de dados.

3.1. Natureza e tipo de pesquisa

Métodos qualitativos de coleta e análise de dados ganharam popularidade com o passar dos anos (STRAUSS; CORBIN, 2008, p.22). A pesquisa qualitativa ainda segundo Strauss e Corbin (2008) é um tipo de pesquisa que produz resultados não alcançados por meio de tratamentos estatísticos ou de outras formas de quantificação. Neste método, não se buscam regularidades, mas sim a compreensão do público-alvo da pesquisa daquilo que os levou singularmente a agir como agiram, e isso só é possível se os sujeitos forem ouvidos a partir da sua lógica e exposição das razões (GODOI; BALSINI, 2006). Neste sentido, justifica-se o uso do método para que seja possível identificar as percepções dos Investidores Anjos catarinense quanto a tomada de decisão de investimento em startups.

Esta pesquisa será do tipo qualitativo e de caráter exploratório devido ao incipiente tema de Investimento Anjo na academia e no mercado brasileiro. A pesquisa exploratória é particularmente útil quando o responsável pelas decisões dispõe de poucas informações, são orientadas pela descoberta, são planos que não tem intenção de testar hipóteses específicas de pesquisa (HAIR JR *et al.*, 2005).

3.2. Sujeitos da pesquisa

A amostragem utilizada será teórica, onde segundo Strauss e Corbin (2008) amostragem teórica é aquela que não é predeterminada antes de iniciar a pesquisa, mas sim, durante o processo. Neste sentido, espera-se entrevistar inicialmente 10 investidores, porém a quantidade de entrevistados será determinada por meio de saturação teórica. Na saturação teórica o pesquisador coleta dados até que todas as categorias estejam saturadas (STRAUSS; CORBIN, 2008, p.205). Isso significa coletar os dados até que (a) nenhum dado novo ou relevante pareça surgir em relação a uma categoria; (b) a categoria esteja bem desenvolvida em termos de propriedades e de dimensões, (c) as relações entre as categorias já estejam bem estabelecidas e

validadas. As categorias, no caso desta pesquisa, serão os critérios utilizados por IA na tomada de decisão de investimento levantados na teoria, dispostos no Quadro 2.

Uma amostra é um subconjunto relativamente pequeno da população selecionado para participar do estudo (HAIR JR *et al.*, 2005). Ainda segundo os autores, amostras que são selecionadas adequadamente oferecem informações que são precisas o suficiente para serem usadas na decisão.

Devido à disponibilidade destes investidores anjos, já que a grande maioria são ou foram empreendedores de sucesso ou experientes executivos (FLORIN; DINO; HUVAJ, 2013; HSU *et al.*, 2014), nesta pesquisa a amostragem foi por conveniência. Amostragem por conveniência envolve selecionar os elementos da amostra que estejam mais disponíveis para fazer parte do estudo e que possam oferecer as informações necessárias (HAIR JR *et al.*, 2005).

Portanto como critérios para a seleção dos entrevistados, foram utilizados inicialmente investidores anjos pertencentes a rede de contato do pesquisador. Em cada entrevista o pesquisador solicitava indicações de outros investidores para colaborarem com a pesquisa, o que foi possível contatar demais envolvidos com o tema de diferentes regiões do estado de Santa Catarina. Destaca-se também, que o pesquisador teve auxílio de um investidor de Fundo de Venture Capital de Florianópolis que indicou investidores anjos para participarem da pesquisa.

Ainda, foi definido também como critério, que os investidores anjos entrevistados tivessem realizado pelo menos dois investimentos em startups nos últimos dois anos.

Neste estudo, a amostra final foram de oito investidores anjos, todos do sexo masculino com idade média em torno de 46 anos. Os entrevistados se tornaram investidores anjos há uma média de 4,25 anos, sendo que dois investidores já estão em atividade há mais de 8 anos. O número total de investimentos realizados é de 70 startups. Quanto a suas carreiras profissionais, seis dos investidores tiveram carreiras como executivos tanto em multinacionais como em pequenas, médias e grandes empresas. Dois oito entrevistados, cinco são ou foram empresários criando seus próprios negócios. Dentro da amostra, alguns dos entrevistados foram fundadores e líderes de grupos e associações de investidores anjos, o que os coloca também em

destaque no cenário nacional, divulgando a modalidade de investimento e também auxiliando novos interessados a investir em startups.

3.3. Categorias de estudo

Como categorias de estudo, serão empregados os critérios utilizados por investidores anjo na tomada de decisão em investir em uma startup. Conforme demonstrado serão utilizados os critérios que tiveram mais aparições na literatura, segundo consta no Quadro 2. Dos vinte e oito critérios levantados por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), a pesquisa realizada por Machado (2015) utilizou dezessete, sendo que destes o critério relacionado à possibilidade de proteção do produto foi destacado como importante porém ineficiente no cenário brasileiro. De qualquer forma, considera-se importante validar esta constatação também com os IAs catarinenses.

O autor relatou ainda que foram sugeridos outros três critérios, sendo o *timing* de lançamento do produto/serviço, se a startup está inserida em algum ambiente como incubadoras e um plano estratégico de longo prazo; destes, o primeiro foi sugerido por um investidor e os demais por especialistas (MACHADO, 2015).

Para este estudo, foram utilizados os vinte e oito critérios encontrados por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), porém conforme já abordado anteriormente, foi utilizada a saturação teórica para definir os critérios de inclusão ou exclusão da análise. A decisão de utilizar os vinte e oito critérios e não somente os dezessete utilizados por Machado (2015) é devido a incipiência do tema no Brasil, então espera-se verificar se outros critérios não analisados pelo autor em sua pesquisa possam ser identificados, além das possibilidades de novos critérios.

Ainda conforme apontado na revisão teórica foram poucas as indicações de novos critérios por investidores brasileiros na pesquisa de Machado (2015), neste sentido espera-se que caso sejam novos critérios os investidores catarinenses poderão indicá-los também, e neste sentido não foram adicionados a esta entrevista desta pesquisa.

3.4. Objeto da Pesquisa

Santa Catarina tem se destacado em diversas publicações pelo ambiente de empreendedorismo e inovação desenvolvido no estado, principalmente na capital Florianópolis, e em grandes cidades do estado como Joinville, Blumenau, Itajaí e Chapecó. A capital catarinense há alguns anos vem sendo destaque em rankings de empreendedorismo no país. Uma pesquisa realizada pela organização mundial Endeavor no Brasil, que analisa diversos indicadores de cidades empreendedoras, colocou em 2015 Florianópolis na segunda colocação entre as melhores cidades pra empreender no Brasil logo atrás da capital paulista, e em 2014 foi eleita a primeira (EXAME, 2016b).

Em 2010 o governo catarinense lançou o plano SC@2022 com objetivo de transformar a economia do estado, com base na inovação trazendo mais qualidade de vida a seus moradores. Dentro do plano, o projeto Inova@SC tem como objetivo desenvolver Distritos de Inovação em cidades chave de cada região do estado: Florianópolis, Blumenau, São Bento do Sul, Joinville, Chapecó, Criciúma, Itajaí, Jaraguá do Sul, Joaçaba, Tubarão e Lages. Além dos distritos, nas mesmas cidades e ainda adicionando Rio do Sul e Brusque, serão instalados Centros de Inovação, com o objetivo de potencializar o empreendedorismo e a inovação nestas regiões (GOVERNO DE SANTA CATARINA, 2011).

Em 2016 a Associação Catarinense de Empresas de Tecnologia (ACATE), lançou o primeiro relatório sobre o desenvolvimento do setor de tecnologia de informação e inovação no Estado. O estudo mostra que o setor já representa 5% do PIB catarinense com faturamento de R\$11,4 bilhões de reais em 2015 e apresenta o maior crescimento entre todos os polos do Brasil. A capital catarinense, Florianópolis, é líder entre os polos do setor na região e terceira colocada no Brasil em relação ao faturamento médio, a frente de São Paulo, Porto Alegre e Brasília (ACATE, 2016).

Com a crescente importância da tecnologia da informação no Estado, diversas iniciativas foram criadas para fomentar o investimento em inovação no setor, uma delas foi o projeto StartupSC – Desenvolvimento e Fortalecimento das Startups Catarinenses do Sebrae Santa Catarina. O projeto contou com a capacitação de sete turmas de 20 startups cada, onde recebiam capacitações em inovação, mercado e empreendedor, além de mentorias de grandes empresários do estado e do país. Em

2015 o projeto completou dois anos, com mais de 19 cidades atendidas no estado, sendo que 81% das startups que participaram, até a data, mantinham suas atividades, 33% receberam investimento e mais de 250 pessoas foram capacitadas diretamente (STARTUPSC, 2015).

Em 2016 o ecossistema catarinense de startups foi destaque no Startup Awards, premiação realizada pela Associação Brasileira de Startups, onde o Estado teve representantes em oito das doze categorias. Como resultado, Santa Catarina foi premiada em três categorias: melhor comunidade de startups, melhor assessoria de imprensa e melhor mentor (STARTUPSC, 2017).

No mesmo ano, o Prêmio Nacional de Empreendedorismo Inovador de 2016 promovido pela ANPROTEC em parceria com o Sebrae, premiou Santa Catarina em quatro das seis categorias. Entre elas destacaram-se as incubadoras CELTA (Centro Empresarial para Laboração de Tecnologias Avançadas) e MIDI Tecnológico na Melhor incubadora de empresas orientada para a geração e uso intenso de tecnologias e Melhor incubadora de empresas orientada para o desenvolvimento local e setorial, respectivamente. Entre as melhores empresas incubadas do primeiro ao terceiro lugar foram conquistados por startups catarinenses: SENSORWEB, Horus Aeronaves e Exact Sales. Nas melhores empresas graduadas, destaque para a Nanovetores e para a Resultados Digitais em primeiro e terceiro lugar, respectivamente (ANPROTEC, 2016).

O desenvolvimento do ambiente de negócios inovadores em Santa Catarina trouxe também a criação da Rede de Investidores Anjos de Santa Catarina (RIA-SC) em parceria entre a ACATE e a Anjos do Brasil, em meados de 2016, com o objetivo de conectar empreendedores a potenciais investidores (RIA-SC, 2016). Foram executados pela rede em 2016 quatro edições do Fórum de Investimento Anjo em que 16 startups apresentaram suas soluções aos investidores, dessas seis receberam investimento e quatro permaneciam em negociações (EXAME, 2016a). Das seis startups, duas de destaque que receberam aportes dos investidores da RIA-SC foram a Compass e a GeekHunter, que somados receberam R\$600 mil de investimento.

Assim é possível perceber o destaque que o Estado de Santa Catarina tem nas ações relacionadas a negócios inovadores, seja nas iniciativas de programas de

capacitação para novos empreendedores, nas diversas cidades do estado com ambientes propícios a criação de negócios, no destaque nacional com empresas de tecnologia da informação e no desenvolvimento das modalidades de investimento em startups.

3.5. Procedimentos, instrumentos e técnicas de coleta de dados

Esta seção demonstra como foram obtidos os dados para atingir os resultados desta pesquisa. Desta forma descreve os procedimentos, instrumentos e técnicas utilizados.

Para coleta de dados com os investidores anjos, optou-se por utilizar entrevistas semiestruturadas. Primeiramente, entrevistas são especialmente úteis na coleta de dados quando não há complexidade nas questões e especificamente pela possibilidade de utilizar perguntas abertas, onde facilita-se a obtenção de feedbacks e novos insights (HAIR JR *et al.*, 2005). Para Flick (2004) a entrevista permite aumentar a comparabilidade dos dados e sua estruturação, permite estudar melhor os chamados problemas técnicos, para maior aproveitamento da entrevista.

A opção de utilização de entrevistas semiestruturadas foi definida pois permite que o pesquisador fique livre para exercitar sua iniciativa no acompanhamento da resposta a uma pergunta e favorece o surgimento de informações inesperadas e esclarecedoras, melhorando as descobertas (HAIR JR *et al.*, 2005).

Para a realização das entrevistas foi utilizado um roteiro, baseado nos critérios encontrados na revisão teórica (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011) e também no instrumento feito por Machado (2015). Este roteiro facilita em proporcionar maior flexibilidade ao entrevistador para ordenar e formular as perguntas durante a entrevista (GODOI; MATTOS, 2006). É possível consultar o roteiro no Apêndice 1 desta pesquisa.

3.6. Procedimentos e Técnicas de análise dos dados e sistemas utilizados

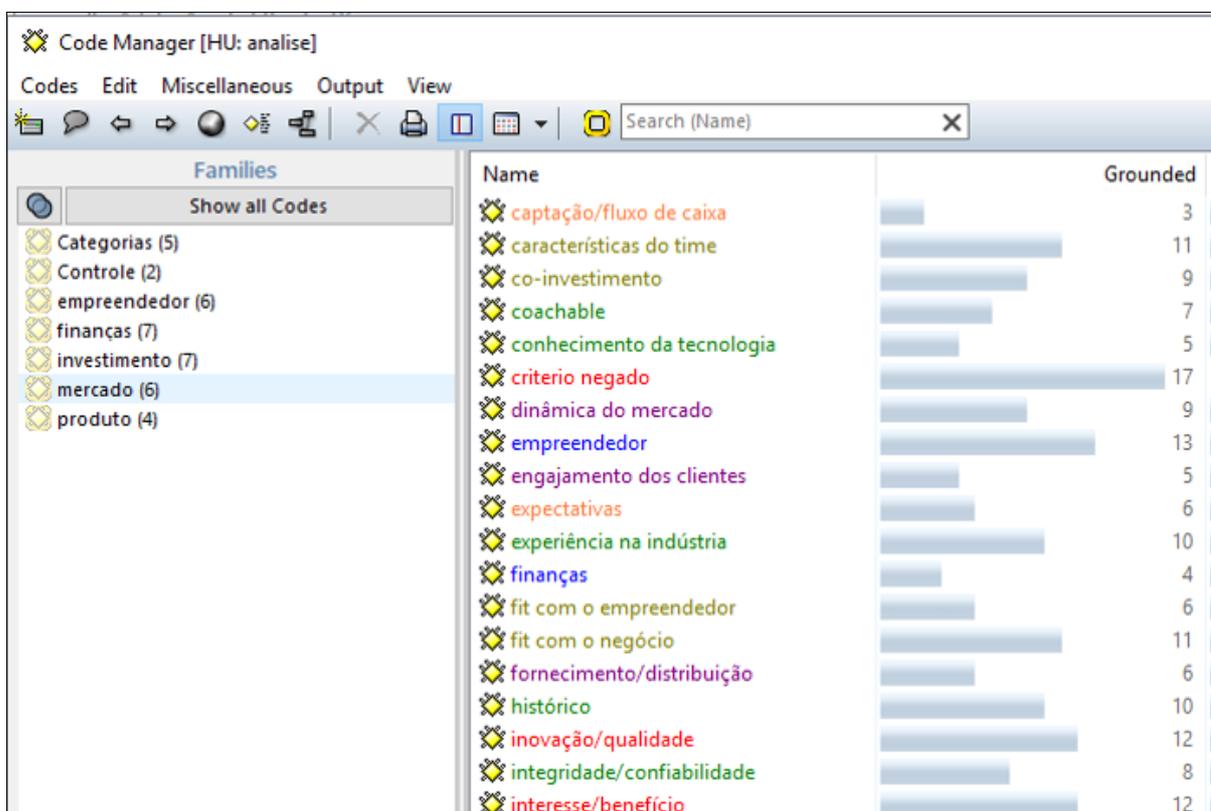
Para esta pesquisa, definiu-se como técnica de análise de dados, a análise de conteúdo. Para Hair Jr *et al.*, (2005) esta técnica obtém dados por meio da observação e análise do conteúdo ou mensagem de texto escrito. Ainda argumentam que por meio de análises sistemáticas e da observação, o pesquisador examina a frequência com

que palavras e temas principais ocorrem e identifica o conteúdo e as características de informações presentes no texto. Desta forma, espera-se que ao utilizar a técnica, nas respostas transcritas dos entrevistados, seja possível validar os critérios aplicados por investidores anjos do Brasil com os achados em estudos estrangeiros, além de demonstrar possíveis peculiaridades do cenário brasileiro.

Com forma de auxílio desta análise, utilizou-se o software ATLAS.ti. A utilização de softwares como apoio à análise de material empírico em pesquisas qualitativas é crescente (BANDEIRA-DE-MELLO, 2006). Segundo o autor, o ATLAS.ti foi desenvolvido em um projeto multidisciplinar na Universidade Técnica de Berlim, com o objetivo da ferramenta sendo apoiar o “interpretador humano” na atribuição de um significado ao texto.

Foram adicionados ao ATLAS.ti as categorias de estudo apontadas nas seções anteriores como Códigos (*codes*) conforme demonstrado na Figura 11. O que auxiliou para realizar as marcações das menções dos critérios utilizados pelos investidores entrevistados.

Figura 11 - Categorias de estudo como códigos no ATLAS.ti



The screenshot shows the ATLAS.ti Code Manager window for a project named [HU: analise]. The interface includes a menu bar (Codes, Edit, Miscellaneous, Output, View) and a toolbar with various icons. A search bar is present with the text 'Search (Name)'. On the left, there is a 'Families' panel with a tree view showing categories like 'Categorias (5)', 'Controle (2)', 'empreendedor (6)', 'finanças (7)', 'investimento (7)', 'mercado (6)', and 'produto (4)'. The main area displays a table of codes with their names and grounded counts.

Name	Grounded
captação/fluxo de caixa	3
características do time	11
co-investimento	9
coachable	7
conhecimento da tecnologia	5
critério negado	17
dinâmica do mercado	9
empreendedor	13
engajamento dos clientes	5
expectativas	6
experiência na indústria	10
finanças	4
fit com o empreendedor	6
fit com o negócio	11
fornecimento/distribuição	6
histórico	10
inovação/qualidade	12
integridade/confiabilidade	8
interesse/benefício	12

Fonte: dados primários (2017).

A consolidação dos dados ocorreu de forma a inserir no software ATLAS.ti os arquivos correspondentes aos documentos das transcrições e os áudios das entrevistas com IAs catarinenses conforme demonstrado na Figura 12. O software permitiu que a leitura da transcrição ocorresse de forma simultânea a escuta do áudio da entrevista, realizando correções e ajustes no documento quando necessário.

Figura 12 - Arquivos correspondentes as entrevistas com IAs catarinenses

The screenshot shows the 'Primary Doc Manager' window with a menu bar (Documents, Edit, Miscellaneous, Output, View) and a search bar. A table lists 16 documents (P 1 to P 16) with columns for Id, Name, Media, Quotations, and Location. The 'Quotations' column includes a progress bar and a numerical value. The 'Location' for all items is 'My Library'.

Id	Name	Media	Quotations	Location
P 1	E1 - (59 min).rtf	Rich ...	48	My Library
P 2	E1 - .mp3	Audio	0	My Library
P 3	E2 - (45 min).rtf	Rich ...	32	My Library
P 4	E2 - .mp3	Audio	0	My Library
P 5	E3 - (42 min).rtf	Rich ...	36	My Library
P 6	E3 - .mp3	Audio	0	My Library
P 7	E4 - (50 min).rtf	Rich ...	35	My Library
P 8	E4 - .mp3	Audio	0	My Library
P 9	E5 - (34 min).rtf	Rich ...	33	My Library
P 10	E5 - .mp3	Audio	0	My Library
P 11	E6 - (48 min).rtf	Rich ...	38	My Library
P 12	E6 - .mp3	Audio	0	My Library
P 13	E7 - (53 min).rtf	Rich ...	41	My Library
P 14	E7 - .mp3	Audio	0	My Library
P 15	E8 - (51 min).rtf	Rich ...	34	My Library
P 16	E8 - .mp3	Audio	0	My Library

Fonte: dados primários (2017)

Da mesma forma, utilizou-se a leitura da transcrição e a audição simultânea das gravações obtidas com as entrevistas para realizar a análise dos dados, indicando os critérios obtidos na literatura como códigos no software ATLAS.ti. O software com os devidos ajustes dos documentos e áudios, permitiu a agilidade e produtividade na análise dos dados, além da automação para demonstrar os resultados, como por exemplo, a quantidade de menções de cada critério ou categoria.

3.7. Dinâmica da Pesquisa

Como já exposto previamente, optou-se por um roteiro de entrevista semiestruturada que possibilitou realizar as entrevistas com base nos critérios levantados por pesquisadores norte-americanos (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE,

2011). Abaixo são demonstradas as dinâmicas realizadas na coleta de dados com IAs.

Na dinâmica aplicada, optou-se por iniciar as entrevistas com investidores anjo que já faziam parte da rede de contatos do pesquisador, e em cada uma das entrevistas era solicitado ao investidor indicações de outros investidores que poderiam colaborar com a pesquisa. Por estes investidores terem diversas atividades no mercado, por residirem em cidades diferentes do pesquisador e que resultou em diversas restrições de agenda, decidiu-se por realizar as entrevistas remotamente com auxílio do software gratuito Skype® de comunicação pela internet. As entrevistas foram gravadas, como exposto pelo pesquisador no início da conversa, também com auxílio de software gratuito complementar ao de comunicação pela internet chamado MP3 Skype Recorder. Após as gravações as entrevistas foram transcritas para realização de análise com o auxílio do software ATLAS.ti.

Inicialmente na entrevista, eram expostos os motivos e objetivos de estar realizando tal conversa, o que na maioria das vezes resultou em interesse dos investidores, como relatado por alguns dos entrevistados. Após explicar brevemente sobre a pesquisa, o pesquisador informou a respeito das informações referentes as categorias e critérios que foram levantados na revisão da literatura.

O roteiro de entrevista encontra-se no APÊNDICE 1: Roteiro para entrevista semiestruturada com Investidores Anjos catarinenses. Conforme a conversa com o entrevistado era realizada, o pesquisador escolheu, para auxiliar na posterior análise, por realizar marcações em roteiro impresso para que pudesse verificar quais critérios e categorias eram comentados pelos os entrevistados. Ainda, inicialmente, antes de comentar sobre um critério em específico, questionar o entrevistado com respeito a categoria, o que resultou em muitas vezes os Investidores mencionarem critérios de análises já mapeados naquela categoria.

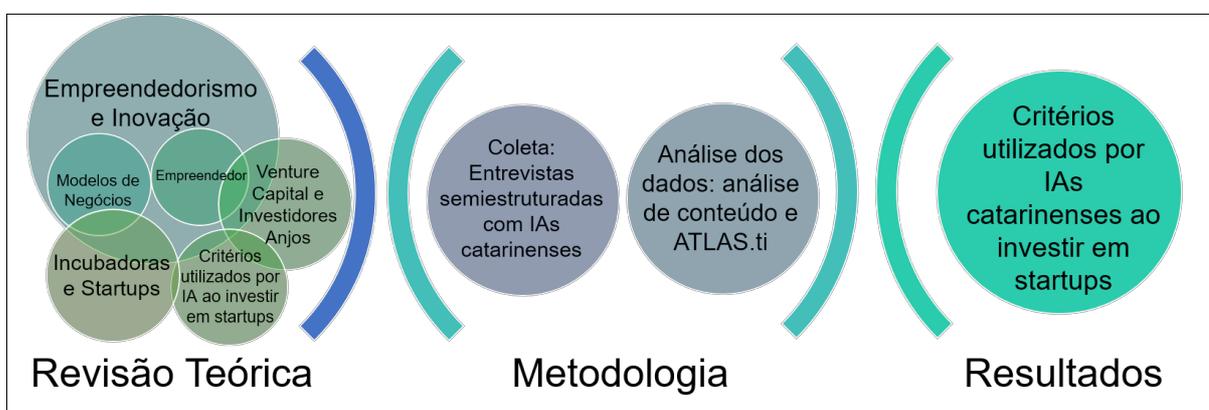
Após a finalização de uma categoria, questionava-se aos investidores se algum outro critério era analisado além dos que haviam sido comentados resultando em novos critérios. Optou-se por, a partir da segunda menção de um novo critério, adicioná-lo ao roteiro para validação posterior com outros investidores. Nesta pesquisa foram identificados outros dois novos critérios: o potencial de

internacionalização na categoria mercado; e a característica do empreendedor relacionada a capacidade de ser treinável, de aprendizado, de estar aberto a ouvir e receber feedbacks o que os investidores identificaram com o termo *coachable*. Estes achados e demais resultados são expostos nas próximas seções.

3.8. Desenho da Pesquisa

O desenho da pesquisa, demonstra o caminho percorrido para atingir os objetivos deste estudo. A Figura 13 demonstra o desenho desta pesquisa que tem como objetivo avaliar os critérios utilizados pelos Investidores Anjo catarinenses na tomada de decisão de investimento em startups.

Figura 13 – Desenho da Pesquisa



Fonte: elaborado pelo autor.

A revisão teórica teve como objetivo embasar esta pesquisa, passando pelos temas de Empreendedorismo e Inovação, que destacaram-se os conceitos de empreendedorismo, de inovação, do comportamento empreendedor (ex., MCCLELLAND, 1987), de oportunidades empreendedoras (ex., ECKHARDT; SHANE, 2003; NICOLAOU *et al.*, 2009; SHANE; VENKATARAMAN, 2000), modelos de negócios inovadores (FLEURY; CALIXTO, 2016; OSTERWALDER; PIGNEUR, 2011; TEECE, 2010), além de outros conceitos pertinentes para este estudo.

Ainda, resultando da junção de empreendedorismo e inovação demonstra-se os ambientes como Incubadoras de Empresas (ex., BERGEK; NORRMAN, 2008; BRUNEEL *et al.*, 2012; LAZZAROTTI *et al.*, 2015; SOETANTO; JACK, 2016) que auxiliam novas empresas inovadoras, chamadas de startups (ex., BLANK; DORF, 2014; BOSCH *et al.*, 2013; RIES, 2012).

Como fonte de recursos para startups, a revisão teórica destaca o Venture Capital (ex., BERMISS *et al.*, 2016; DEVIGNE; MANIGART; WRIGHT, 2016; ENGEL; KEILBACH, 2007) e o processo de tomada de decisão no investimento de capital de risco (ex., FRIED; HISRICH, 1994; TYEBJEE; BRUNO, 1984).

Por fim, destaca-se os Investidores Anjos (ex., BRUSH; EDELMAN; MANOLOVA, 2012; MASON; HARRISON, 2003; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011; ROMANI *et al.*, 2013) e o processo de tomada de decisão dos Investidores Anjos (ex., HAINES JR; MADILL; RIDING, 2003; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007). Como categorias de análise deste estudo, destaca-se também uma revisão dos critérios utilizados por investidores anjos na tomada de decisão de investimento em startups (ex., FEENEY; HAINES; RIDING, 1999; MASON; STARK, 2004; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011; MAXWELL; LÉVESQUE, 2014; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007).

Após a revisão teórica, a metodologia desta pesquisa é apresentada, destacando a natureza exploratória e tipo de pesquisa qualitativa, além da amostragem (ex., GODOI; BALSINI, 2006; HAIR JR *et al.*, 2005; STRAUSS; CORBIN, 2008). São definidas as categorias de estudo com base nos critérios encontrados na literatura (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011), procedimentos e instrumentos de coleta e análise de dados (ex., GODOI; MATTOS, 2006; HAIR JR *et al.*, 2005). Ainda, apresenta-se algumas características e destaques do objeto de pesquisa.

Por fim, são demonstrados os resultados obtidos, contendo as análises de cada categoria de estudo e critérios avaliados, com base nas entrevistas realizadas, de forma a elencar os critérios utilizados por investidores anjos catarinense na tomada de decisão de investimento em startups.

3.9. Caracterização dos Investidores Anjo Entrevistados

Como parte da pesquisa buscou-se também levantar o perfil dos investidores anjos catarinenses. As informações obtidas nas entrevistas, capazes de identificar os participantes, serão resguardadas.

Nesta pesquisa, foram realizadas oito entrevistas com investidores anjo, todos do sexo masculino, com uma média de idade em torno de 46 anos, sendo que se tornaram investidores anjo há uma média de 4,25 anos. Estes dados demonstram e

confirmam as teorias que apontam que grande parte dos investidores anjos são ou foram empresários ou executivos, com alguns anos de experiência no mercado (LAHTI, 2011; FLORIN, DINO e HUVAJ, 2013; HSU et al., 2014).

Neste sentido, os perfis de formação acadêmica e experiência de mercado dos investidores são demonstrados no Quadro 3 abaixo.

Quadro 3 - Perfil de formação e experiência de mercado dos entrevistados

Nome	Idade	Formação	Experiência de Mercado
Investidor A	39 anos	Administração, MBA	Empresário
Investidor B	45 anos	Engenharia/Economia, MBA, Mestrado	Executivo em Multinacional e Consultor
Investidor C	52 anos	Administração, MBA	Executivo na área de TI e Empresário
Investidor D	41 anos	Direito	Advogado
Investidor E	55 anos	Administração, MBA, Mestrado	Executivo em Multinacional e Empresário
Investidor F	44 anos	Tecnologia da Informação, MBA	Executivo e Empresário
Investidor G	47 anos	Tecnologia da Informação, MBA	Executivo e Consultor
Investidor H	47 anos	Administração, Especialização	Executivo e Empresário

Fonte: Dados primários (2017)

Quanto a atuação como investidor anjo, foram obtidos dados relacionados a tempo que se tornou investidor anjo e quantidade de startups investidas, expostos no Quadro 4.

Quadro 4 - Atuação como Investidores Anjos

Nome	Tempo de investidor anjo	Startups investidas
Investidor A	5 anos	12 startups
Investidor B	9 anos	5 startups
Investidor C	2 anos	2 startups
Investidor D	1 ano	3 startups
Investidor E	8 anos	6 startups
Investidor F	5 anos	10 startups
Investidor G	2 anos	30 startups
Investidor H	2 anos	2 startups

Fonte: dados primários (2017)

Conforme apontado anteriormente, todos os entrevistados já investiram em no mínimo duas startups. Destaca-se que apesar do recente desenvolvimento desta

modalidade no Brasil, alguns dos investidores já estão com atividades a mais de 8 anos e juntos já investiram em um total de 70 startups. Um ponto a ser colocado, é que o Investidor G, informou que dentro de seu portfólio conta com investimentos realizados fora do Brasil.

Enfim, percebeu-se também segundo relatos dos Investidores A, B, E e F, que os investidores que estão a mais de 5 anos em atividade, realizam também ações de educação e desenvolvimento desta modalidade de investimento no ecossistema tanto a nível estadual quanto nacional, desta forma são também reconhecidos pelas suas atividades como investidores.

Por fim, destaca-se que alguns dos entrevistados foram fundadores e líderes de grupos e associações de investidores anjos, a nível estadual e nacional, colaborando com o crescimento da modalidade no Brasil e demonstrando o destaque de suas atuações como investidores anjos.

4. DESENVOLVIMENTO TEÓRICO E PRÁTICO DA SOLUÇÃO E DA APLICAÇÃO

Este capítulo apresenta os resultados da análise dos dados obtidos com as entrevistas a investidores anjos catarinenses. As categorias, como apontadas previamente, são os critérios dispostos no Quadro 2.

4.1. Análise dos Critérios utilizados por investidores anjo na tomada de decisão de investimento

Nesta seção são expostos os resultados da análise das entrevistas conforme os critérios levantados por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011). Para cada categoria são apontados os dados obtidos e relatados especificamente cada critério que a compõe. As categorias são Produto, Mercado, Empreendedor, Finanças e Investimentos formam as subseções inclusos seus critérios de análise. Os novos critérios encontrados são expostos na categoria com qual foram citados e no final desta seção.

Reitera-se que, para observar os critérios encontrados na revisão teórica, o Quadro 2, compila os achados por pesquisadores norte-americanos (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Para cada categoria é demonstrada uma análise dos resultados além de uma síntese do uso dos critérios pelos IAs entrevistados. Dentro de cada subseção de categoria expõe-se as citações dos investidores relacionadas aos critérios que mencionaram a

4.1.1. Categoria Produto

A categoria Produto é dividida em quatro critérios: Interesse/benefício, status, possibilidade de proteção e inovação/qualidade. Destes o critério Possibilidade de Proteção foi exposto como não interessante pela maioria dos investidores devido a situação do contexto de seu uso no Brasil. São demonstradas nas subseções abaixo as análises dos critérios pertencentes a esta categoria.

4.1.1.1. Análise da categoria Produto

Pelas informações colhidas das entrevistas com investidores, a categoria produto demonstra interesse durante a análise. É possível perceber algumas

peculiaridades do mercado brasileiro e a atenção dada pelos investidores aos critérios da categoria. A síntese das menções dos critérios pelos IAs entrevistados é vista na Tabela 2.

Tabela 2 - Critérios utilizados pelos IAs da categoria Produto

Categoria	Critérios de decisão	Investidor A	Investidor B	Investidor C	Investidor D	Investidor E	Investidor F	Investidor G	Investidor H
Produto	Interesse/benefício	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Status	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Possibilidade de Proteção	x	✓	x	x	x	x	x	✓
	Inovação / qualidade	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: Dados primários (2017).

Desta forma, pode-se confirmar que o critério relacionado a Possibilidade de Proteção é algo de interesse porém pouco útil no contexto do mercado brasileiro, assim como já apontado na pesquisa de Machado (2015).

Alguns investidores deixaram claro que seu interesse é por produtos que tenham um status de validação no mercado, que muitas vezes já gerou receita para a empresa, neste sentido, clientes pagantes é demonstrativo que percebem benefícios na solução.

A maioria dos investidores também apontaram que em sua análise buscam algum ponto de inovação, apesar de ainda levantarem que muitas das inovações encontradas em startups no Brasil não são radicais. Porém, analisam que a inovação está presente, como por exemplo, em modelos de negócio, como mencionado na seção 2.1, ou novas formas de abordar um problema no mercado.

4.1.1.2. Critério Interesse/Benefício

O critério Interesse/Benefício do produto foi citado doze vezes durante as entrevistas. Esse critério está relacionado a quanto o mercado gera interesse e percebe benefícios no produto. A maioria dos investidores quando comentavam suas análises com respeito a este critério levantaram pontos do como o produto resolve um problema, uma *dor* dos clientes no mercado, além de utilizarem o termo validação

para indicar que o mercado percebe benefícios no produto/serviço e por este motivo paga para adquirir tal solução.

O Investidor G destaca que é a compreensão da dor do cliente resolvida pelo produto, conectando com os aspectos de mercado: “[...] *Significa entender a dor do cliente, como é que aquele produto resolve a dor do cliente. E aí, já juntando um pouquinho uma parte de mercado, fazendo bem a intersecção de produto e mercado é se aquela dor do cliente é relevante, se... porque assim, às vezes o produto, o produto é superbacana, existe uma dor do cliente, mas não é, a dor do cliente não é suficiente para ele se movimentar, para pagar um produto ou para passar por um processo de implementação. [...]*” (Investidor G).

Da mesma forma, o Investidor D, relaciona a dor do cliente: “[...] *É a dor do cliente, aquela história da dor, se resolve realmente a dor do cliente [...]*” (Investidor D). O Investidor E complementa com base na resolução do problema e da dor do cliente e utiliza uma metáfora para exemplificar: “*A primeira coisa que eu analiso é que problema é que ele resolve. Se é um problema grave. Então eu costumo classificar o problema assim, não academicamente falando, eu costumo classificar o problema entre um remédio ou vitamina. Remédio tira a dor, vitamina te faz ficar melhor, só. Então, quanto mais remédio, melhor. Quanto mais problema tu resolver, melhor.*” (Investidor E).

O Investidor F ressalta a importância de que o mercado tem que perceber os benefícios do produto resultando em receita: “[...] *mas olho sempre com o respeito de quem disse ser bom ou não é o mercado. [...]* Você descobre com gente pagando a conta, se tem alguém pagando por ele, ou seja, com a receita é o maior indicador de que o negócio gera valor, porque alguém paga” (Investidor F).

O Investidor G comentou ainda que liga para os clientes ou potenciais clientes do empreendedor para entrevistar quem realmente está usando o produto: “[...] *Agora estou fazendo um negócio, eu ligo para clientes, é um B2B (business-to-business, transações entre negócios), eu ligo para dois, três clientes para entender como atende a dor, como se compara com os concorrentes, e assim por diante. E eu falo com caras que não são clientes para entender por que é que eles não são clientes. Às vezes o*

cara não conheceu, e tal, mas o cara vai dizer, assim, 'puxa, não conheço, mas eu tenho essa dor, eu gostaria de ver o produto e tudo mais'." (Investidor G).

Assim, percebe-se que há uma forte conexão com outros critérios como por exemplo, o Engajamento dos Clientes, da categoria Mercado, ao desenvolver o produto/serviço e o Status do produto detalhado na próxima seção.

4.1.1.3. Critério Status

O critério Status demonstra em que situação se encontra o desenvolvimento do produto/serviço. Nesta pesquisa o critério teve diversos apontamentos pelos entrevistados, sendo comentado onze vezes.

Alguns dos investidores entrevistados apontam o critério como percepção de validação de mercado, quando gera algum tipo de receita e a criação de um produto mínimo viável (MVP do inglês, *Minimum Viable Product*) apontado por Ries (2012) como sendo o mínimo possível de construção de um produto que possa auxiliar a gerar aprendizado na validação de mercado. Exemplo o apontado pelo Investidor A: *"[...] o produto, ele tem que estar testado de alguma maneira, ele tem que ser testado. E para testar não precisa ter o produto pronto. [...] É difícil, vai testar, vai validar para ver se é aquilo, cria um MVP para ver se realmente é aquilo, se não você vai ter que mudar."* (Investidor A). E ainda complementou: *"[...]Valida o MVP, se você validou, mostrou, aí sim, daí fica até talvez mais fácil de você levantar dinheiro para tocar o produto."* (Investidor A).

O Investidor B reforça que o se a startup gera um faturamento, na sua visão justifica uma validação do mercado: *"[...] via de regra a gente investe em empresas que já tem algum faturamento. Porque esse faturamento que é a validação do mercado. [...] às vezes o empreendedor, ele não tem o produto ainda desenvolvido, mas ele consegue prestar um serviço naquela área e ele consegue emitir as notas fiscais daquele serviço, só aí já esse produto tem evidentemente uma forte correlação com aquele serviço que está sendo prestado, isso já é um tipo de validação."* (Investidor B).

Da mesma forma, o Investidor D, exemplifica com base em um de seus investimentos que realizou o aporte nos primeiros meses de faturamento: *"De*

preferência no mercado operando ou em vias assim, sabe? Essa última está para lançar, assim. Já estavam, já tinham validado com os clientes, mas eu acho que foi o primeiro ou o segundo mês já de faturamento [...] Mas é a expectativa, a gente sabe. Quanto antes tu entra mais barato, mais risco.” (Investidor D).

O Investidor E também cita que busca por um status relacionado ao MVP e ressalta a constante evolução de produtos tecnológicos: *“Se estiver no nível do MVP está bom para mim. Não precisa ter um completamente... aliás um produto geralmente tecnológico nunca está acabado. Mas, não precisa estar completamente acabado.”* (Investidor E). O Investidor H também relata o uso do MVP, porém em estágios em que está sendo testado pelo mercado e com clientes pagando: *“[...] saber se o MVP está resolvendo o problema do cliente, mesmo, e não se ele está funcionando, ou não. Se o cara mandar um MVP lá de um APP, alguma coisa, para o cara entrar e ver como que funciona, mas ainda não está resolvendo o problema do cliente, é a mesma coisa que nada [...] Primeiro ele já testou o produto no mercado, um produto mesmo, em MVP, com o cliente pagando.”* (Investidor H).

O Investidor F, demonstra que a demonstração deste critério para ele é a geração de receita: *“É receita. É receita. É, se não estiver girando, se tiver uma ideia muito boa, eu vou te empurrar para gerar receita e vou colocar hora e dinheiro quando tiver receita.”* (Investidor F).

O Investidor G ressalta a importância de ter a validação de mercado:

“[...] é investir num cara que já tem o produto, já tem alguma validação de mercado exatamente pelos comentários que eu fiz, eu gosto de ver um cara que já tem validação de mercado [...]” (Investidor G).

Conforme demonstrado pelos investidores é possível perceber que muitos preferem investir somente em um estágio onde o negócio já esteja gerando receita, pois gerar receita, ter clientes pagantes são demonstrações de que o negócio está solucionando um problema e os clientes percebem valor na solução a ponto de pagar para obtê-la. Como apontado, não significa que o produto tem que estar finalizado.

4.1.1.4. Critério Possibilidade de Proteção

O critério Possibilidade de Proteção demonstra o quanto este produto pode gerar propriedade intelectual. O critério teve algumas posições semelhantes a outras pesquisas no Brasil, e alguns dos investidores não demonstraram ser um ponto de interesse em sua análise.

O Investidor A comenta as dificuldades do mercado Brasileiro relacionada a propriedade intelectual, mas ainda conecta a proteção como sendo o ganho de mercado entregando qualidade, o que se conecta com o critério Inovação/Qualidade exposto na próxima seção: “[...] eu não acredito muito em proteção dado à regulação lenta que nós temos nesse processo no Brasil [...] então, não há como proteger. A melhor forma de proteger é você ganhar o mercado primeiro com qualidade porque se você ganhar o mercado primeiro e não tiver qualidade, alguém vai perceber e vai fazer melhor e vai tomar o seu mercado. Então, chegue no mercado primeiro com execução de qualidade, com a entrega boa [...]” (Investidor A).

O Investidor B comentou que dependendo do tipo do produto pode ser um diferencial: “[...] se você tem um... alguma coisa realmente, um equipamento ou algum hardware, alguma coisa diferencial, é bastante válido ter uma patente. [...]” (Investidor B).

O Investidor C informa que não se preocupa com este critério: “[...] Não, não tenho essa preocupação. Não, isso é uma coisa que não me preocupa.” (Investidor C). O Investidor D demonstra que devido ao contexto brasileiro não acredita que uma patente possa ser um diferencial: “[...] o que a gente se preocupa é um pouco com marca [...] então para... patente, não. Registro de marca mesmo. E patente, olha, sinceramente, eu acho que o Brasil é tão ruim nisso aí, demora tanto, [...] Apesar de ser uma coisa nova, mas não é, não acho, eu acho que o diferencial não é patente sabe? Principalmente no Brasil, não é. Não é esse o diferencial. [...] Vai no INPI que demora lá oito, dez e daí é burocrático e vai, sabe? Só que pelo menos a marca, principalmente marca, eu acho para proteger. Mas o resto, sinceramente, não. Não me... e não é isso que vai fazer o seu diferencial, eu acho, sabe? [...]”. (Investidor D)

Assim como apontado pelo Investidor A, o Investidor D comenta as dificuldades do processo relacionado a proteção no Brasil. “[...] quando eu olho investimento anjo,

eu não... se houver patente da solução, melhor. Mas assim, a princípio não me chama, não é uma coisa que eu procuro, de saber se tem uma patente registrada. Se houver é melhor, mas não é a primeira preocupação minha, não.” (Investidor E).

Outros investidores também comentam suas análises desse critério, como o Investidor F: *“[...] eu acho do caramba, mas não existe no Brasil, não é? A maior parte das startups brasileiras são pobres de IP, ninguém tem pesquisa aplicada, ninguém tem algoritmo, ninguém tem nada. [...] Mas eu sou menos encarnado com isso, eu acho que a execução está acima de qualquer coisa. [...] Te juro, assim, não me preocupa. [...] É lógico que se me falar ‘eu tenho um algoritmo que eu fiz, patenteei no meu mestrado e que é sensacional e que reduz o consumo de sei lá o que é que gera lead automaticamente’, poxa, é do caramba, entendeu? Agora, não existe essa startup no Brasil, esse tipo de startup tem no Silicon Valley, no Brasil não tem. Ou em Israel tem, a gente não tem pesquisa aplicada colocada em business. [...] Isso aí, todo mundo quer, entendeu? Só que não existe no Brasil. Entendeu? A gente tem startup de negócios, o cara tem um business model e que ele vai lá fazer uma plataforma para isso, e tudo é copiável no final do dia. [...]”* (Investidor F).

O Investidor G também menciona as características do mercado brasileiro: *“[...] no Brasil via de regra não invisto em tecnologia pura, de novo assim, investir num medical devices, [...] é superdisruptivo, patente é superimportante nesse negócio. No Brasil quando você vai investir num Marketplace por exemplo, não tem patente. Não é defensável por patente o negócio. Então, eu estou tentando me lembrar aqui, eu não me lembro de nenhum negócio que eu tenha que seja, que seja patenteado. Ou que fizesse sentido, certo?”* (Investidor G).

O Investidor H informou que uma das startups investidas já havia dado entrada no pedido de patente, o que chamou atenção: *“[...] Você discute com o cara como é que ele faz a proteção da propriedade intelectual disso. Então, tudo isso faz parte da discussão, como é que tu registra, onde tu registra, em que nível está registrado. Então, uma das empresas que eu investi, era justamente porque o cara tinha todas as declarações, tudo dado entrada de pedido de patente, o cara tinha consultado Deus e o mundo com a legislação brasileira.”* (Investidor H).

Percebe-se que como também apontado em pesquisas no Brasil (MACHADO, 2015) alguns investidores anjos não percebem que possibilidade de proteção da propriedade intelectual é algo que analisa devido na grande maioria ao contexto brasileiro, porém informam que é algo que seria interessante. Muitas vezes os investidores relacionaram esse critério também com a parte de inovação e qualidade da entrega para ganhar competitividade no mercado, apontado na próxima subseção.

4.1.1.5. Critério Inovação/qualidade

Este critério demonstra como o produto/serviço é uma inovação e pode ser entregue com qualidade ao mercado. Nas entrevistas com investidores foi possível ver que a inovação do produto/serviço e a qualidade com que é entregue a solução fazem parte da análise, porém com alguns pontos a serem criticados também com relação ao contexto brasileiro.

O Investidor D afirma que espera que tenha inovação: “[...] eu acho que inovação é meio que pressuposto, [...] é uma coisa nova. É talvez tem alguns disruptivos, outros não, mas é um critério interessante [...]” (Investidor D).

O Investidor A, cita que em sua análise o Brasil ainda é um copiator de soluções criadas em países que considera ambientes inovadores, e cita exemplos de startups brasileiras que adaptaram seus modelos ao mercado brasileiro: *“Então, assim, no mundo das startups, de replicação de modelos, que a gente tem pouca coisa inovadora no Brasil, a gente tem muito mais... a gente é um copiator, infelizmente que a gente copia muita coisa, não há ainda uma... não é que não há uma capacidade, mas não é muito fácil criar coisas completamente disruptivas. A gente não tem como competir com San Francisco e nem com Israel e nem com o Canadá. É muito difícil, essa competição. Eles têm um terreno muito mais fértil para isso, estão há muito mais tempo e a gente está muito fragmentado. Eu acho que a gente está crescendo, mas a gente é um copiator. [...] Mas, teria que executar melhor, entendeu? Então o 99 Taxi, por exemplo. O 99 Táxi, ela está encarando a Uber e isso que é sensacional. Exemplo de soluções que a 99 criou: a Uber estava levando cinco dias, e acho que ainda leva, para pagar o taxista corrido. A 99 identificou esse problema, o taxista precisaria de dinheiro no final do dia para levar comida para casa, para botar combustível no táxi para pagar o aluguel do táxi na semana, e ela resolveu pagar em*

cinco minutos após a corrida. Então, isso é inovação, entendeu? Isso é arrebentar com um concorrente global, um unicórnio global.” (Investidor A).

Unicórnio, como o Investidor A se referiu a empresa Uber, é um termo utilizado para descrever startups que se tornaram empresas, privadas, de valor superior a US\$1 bilhão de dólares (HOGARTH, 2017). Percebe-se que também demonstram que as inovações geram vantagens frente os concorrentes, assim como percebido por outros investidores: “[...] É o grau de inovação. Que esse grau de inovação nos permita algum diferencial competitivo.” (Investidor B)

O Investidor H demonstra que busca identificar a inovação com base na diferenciação na resolução do problema: “[...] O que o investidor anjo olha – e eu também olho por conta disso – é se o cara está tentando resolver o problema de uma forma diferente do que os outros. E esse tentar resolver diferente é porque do jeito tradicional não está sendo resolvido. Então aí nós temos uma discussão interessante, quer dizer, o cara tem um problema, todo mundo reconhece esse problema e ele trouxe uma solução inovadora para resolver o problema.” (Investidor H)

Após detalhar uma das startups investidas, o Investidor C comentou sobre como observou a inovação no modelo de negócio referenciado na seção 2.1: “[...] Então, eu gostei dessa ideia, porque ele pega um filão aí, um mercado que basicamente está desassistido. Então, ele gera uma produtividade para essa galera e aumenta a grana no bolso deles. Isso é importante. Então, eu acho que a inovação da Startup X é no modelo de negócio.” (Investidor C). Assim como o Investidor G: “[...] Tem que ter algum elemento de inovação de alguma forma. Ou seja, modelos de negócio diferente, ou o acesso ao mercado é diferente.” (Investidor G).

O Investidor F levantou uma crítica ao termo inovação: “[...] Cara, eu não acredito muito nisso, não, sabia? Eu acredito em execução boa. No final, em coisa que gera valor para o cliente, e... eu não gosto da ideia da inovação como um fetiche, sabe? Eu acho que tem, a gente sofre desse mal entre tantos. A gente sofre de vários fetiches desse negócio, um deles é a inovação. O produto, ele não é bom porque ele é inovador. Ele é bom se ele gera valor de verdade para o cliente.” (Investidor F).

Com relação a qualidade o Investidor G e o Investidor E ainda complementaram: “[...] acho que a questão de produto e a qualidade do produto é

assim: atender bem a dor do cliente é superimportante.” (Investidor G). Da mesma forma, o Investidor E destaca a qualidade do produto porém ressalta o aspecto de diferenciação no mercado: “[...] A qualidade do produto, você logicamente tem que ter uma qualidade. Mas o principal diferencial, por que é que eu vou usar esse software de nota fiscal ou esse software de folha de pagamento e não vou usar outros que existem no mercado? O que é que ele tem de diferente? O mais importante para mim é realmente o diferencial. Se realmente há vantagem competitiva o diferencial realmente grande.” (Investidor E)

Por fim, é possível perceber a atenção que os investidores anjos analisam quando analisam a inovação e qualidade dos produtos apresentados por empreendedores. A inovação é um ponto destacado nas análises, apesar de não ter características de inovação radical é observada no sentido de diferenciação no mercado.

4.1.2. Categoria Mercado

A categoria Mercado possui seis critérios que permitem com que o investidor anjo analise dados que possam demonstrar potencial de exploração do negócio, são eles: Tamanho do Mercado, Engajamento dos Clientes, Potencial de crescimento, Fornecimento/Distribuição, Dinâmica do Mercado e Internacionalização. Todos os investidores demonstraram que é uma análise importante de ser feita ao avaliar uma oportunidade de investimento.

4.1.2.1. Análise da Categoria Mercado

A categoria de Mercado após análise dos relatos dos investidores foi considerada como ponto de relevante. Com as análises os investidores buscam orientar seus investimentos nas startups com grandes mercados e com potencial de crescimento. A síntese desta categoria, com as menções de seus critérios, pode ser visualizada na Tabela 3.

Tabela 3 - Critérios utilizados por IAs da categoria Mercado

Categoria	Critérios de decisão	Investidor A	Investidor B	Investidor C	Investidor D	Investidor E	Investidor F	Investidor G	Investidor H
Mercado	Tamanho do Mercado	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Engajamento dos clientes	✓	x	x	✓	✓	✓	x	x
	Potencial de crescimento	✓	✓	✓	✓	✓	x	✓	✓
	Fornecimento / Distribuição	x	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Dinâmica do mercado	✓	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Internacionalização	-	-	-	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: Dados primários (2017).

Como grande parte dos investidores indicou que, no Brasil, tendem a investir em empresas de software, alguns critérios como fornecimento e distribuição foram considerados pouco relevantes.

Conforme apontado durante as entrevistas o critério de potencial de internacionalização foi destacado pelos investidores, porém é visto que necessita de futuras investigações para que possa se observar como as startups brasileiras estão buscando formas de explorar mercados estrangeiros e quais são os benefícios que podem trazer aos investidores.

Durante os relatos voltados ao mercado, destacaram-se também em alguns momentos as análises que os investidores anjos fazem de como o empreendedor conseguiu compreender o mercado e seu preparo para desenvolver o negócio, o que é demonstrado na categoria a seguir.

4.1.2.2. Critério Tamanho do Mercado

O primeiro critério desta categoria é o Tamanho de Mercado, foi citado onze vezes e segundo alguns dos investidores demonstra o potencial de exploração que essa startup poderá atingir e como consequência o ganho do investidor. O Investidor A já conectou também com alguns critérios levantados na categoria anterior: “[...] começou com o tamanho do mercado e à resolução com a eficiência, com a excelência do problema, depois você pode escalar.” (Investidor A).

O Investidor C demonstrou também que o critério é relacionado com a possibilidade de ganho que terá com o investimento: “[...] o que eu costumo olhar é

qual é o tamanho do mercado dessa empresa. Porque cara, é ali que eu vou ver a possibilidade de ganho. Porque até onde essa empresa vai conseguir escalar, entende? Então para mim, o tamanho do mercado é fundamental. É fundamental. Quando eu olho que tem um mercado muito restrito, que esse mercado está limitado a algumas pequenas, poucas milhares de empresas no Brasil e aí você tem que analisar o ticket desse negócio [...] Então, você tem que fazer uma análise do tamanho do ticket algo em relação ao tamanho do mercado, para ver qual é o potencial e quanto essa empresa consegue escalar em termos de dinheiro, entende? Então para mim é fundamental, isso. Essa relação de mercado é um dos primeiros critérios que eu olho [...]” (Investidor C).

O Investidor D destaca a importância de começar com um nicho mas na visão de exploração de um mercado grande: *“[...] Analisa, porque é ali, ((suspiro)) começa com nicho, não? Mas sempre pensa num mercado grande, [...].” (Investidor D).*

O Investidor E relacionou dois critérios que considera relevantes, o tamanho do mercado destacado nesta seção e o acesso que faz parte do critério dinâmica do mercado discutido nos próximos tópicos. *“[...] Tem duas coisas no mercado que são relevantes: o tamanho dele, se existem centenas, milhares ou milhões de usuários possíveis para aquilo, quer dizer, o que se hoje chama em inglês de total address market, mercado endereçável total.” (Investidor E).*

O Investidor F relacionada também o tamanho de mercado com o critério liquidez que indica a saída do investidor: *“[...] Sim, claro. Porque no final, no fundo, ele é refletido na projeção financeira, quer dizer, eu preciso ter um negócio que vá permitir um retorno, uma saída, e, portanto, o tamanho que eu posso chegar com a empresa é fundamental.” (Investidor F).*

De forma a relatar algumas de suas experiências analisando negócios, o Investidor G descreve: *“Sim, eu acho que o tamanho de mercado é uma coisa super importante e assim, tem que ter um baita cuidado de... muita gente olha, assim, ‘ah, esse mercado é monstruoso. Se eu pegar 1 por cento do mercado, é maravilhoso’. [...] Assim, faz algum sentido tu atender o 1 por cento do mercado, tem alguma razão pela qual 1 por cento vai te comprar. E se todo mercado comprar vai existir o player de 1 por cento, ou tu vai ser comido pelo player de 80 por cento. Então assim,*

mercado, primeiro, tem que olhar o tamanho do mercado, ver se o mercado é grande o suficiente.” (Investidor G).

Assim como o Investidor H relatou também uma de suas experiências: *“Totalmente. Mas o mercado em negócios de startups, tem muito mercado sendo criado, então às vezes foge de controle do mercado tradicional. Mas, mercado faz diferença. Eu lembro que eu estava participando de uma banca de avaliação de pitches com investidores-anjo com outros juntos, e eu lembro que os empreendedores apresentaram um negócio muito legal. Mas muito legal mesmo, interessou todo mundo. Além da tecnologia, além do processo, além do já estar pilotando, além do efeito social interessante, só que na hora que ele foi apresentar o resultado do mercado, o mercado potencial no mundo era de 10 milhões de dólares. Aí murchou todos os investidores-anjo, entendeu? Cara, 10 milhões de dólares não é nada. E assim, ‘ah, mas é um dinheirão’, ah, pode ser um bolo de dinheiro se você for o dono do mercado mundial.” (Investidor H),*

O Investidor B indicou em seus relatos que, muitas vezes o olhar para o tamanho de mercado é secundário, e comentou sobre um exemplo de análise que realizou onde verificou que a solução poderia levar a uma mudança de estratégia (utilizou o termo pivotar) para direcionar a um mercado maior: *“[...] O mercado para esse produto no Brasil, ele não é um mercado, digamos, exponencial. É um produto importante, que é importado, ou mesmo eventualmente produzido no Brasil, mas o mercado é pequeno. Só que essa mesma substância ela pode ser usada na indústria de cosméticos. E aí já é um mercado enorme. Então, assim, particularmente, o mercado para mim é secundário. Porque se tem uma solução interessante, e se ela não for tão específica ao ponto de não servir apenas para uma indústria, um segmento, a gente consegue, digamos, pivotar, e buscar um direcional para um segmento onde a oportunidade é maior.” (Investidor B).*

Desta forma, pode-se perceber que os investidores, buscam investir em startups que podem explorar um mercado que consideram grande. Ainda, mesmo percebendo que as primeiras escolhas de exploração do mercado não são as melhores, visualizam as possibilidades de realizar mudanças na estratégia para atingir um mercado com oportunidades maiores.

4.1.2.3. Critério Engajamento dos Clientes

O critério Engajamento dos Clientes demonstra como os clientes foram consultados no mercado para que o negócio possa ser desenvolvido com base em suas necessidades, alinhado com a proposta de valor. Neste critério, poucas menções foram indicadas durante a análise das entrevistas aos investidores, assim como nas análises feitas em pesquisas realizadas no exterior (MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011) e apontadas na seção 2.

O termo validação também foi utilizado pelos investidores: “[...] *Mas isso daí é mais a empresa validando mesmo, não é? Eu acho que aí entra lá na fase da incubação, mesmo. E claro, nem todas vão para incubadora, mas é essencial, porque se não tu tem um produto que não resolve realmente o problema do teu cliente. Então, daí o que é que vai acontecer? Não vai usar.*” (Investidor D).

Ao ser questionado sobre o desenvolvimento de um MVP com a consulta a um usuário o Investidor E comentou: “[...] *A validação é importante. Dificilmente vai ter uma validação completa nessa (fase)... é importante que ele tenha feito uma validação pelo menos da ideia. Pelo menos da ideia*” (Investidor E).

O Investidor F, ao ser questionado sobre este critério, citou também um caso de sua experiência como investidor, os quais dados possíveis de serem identificados são resguardados: “*Sim, claro. Especialmente quando alguém como que sei lá, Startup Y, os empreendedores dizem: ‘ah, começamos essa empresa porque o pai de um dos empreendedores é representante comercial’. Cara, 200 pontos ele ganhou naquela primeira frase. Não é do tipo: ‘a gente inventou porque a gente estava na fila da balada e ficou pensando como é que a gente faz para sair rápido porque eu quero ir no banheiro’, ele bolou porque tem um problema real dentro de casa que ele conhece, que ele tem onde testar.*” (Investidor F).

Ainda, percebeu-se que o Investidor F acredita no engajamento dos clientes como forma de analisar o mercado, conforme relata: “[...] *O que eu não gosto é dessa análise de laboratório, fazer planilha e ficar fazendo estudo mercado. Eu acredito mais a análise no mundo real, no campo, falando com clientes, falando com pessoas. Se é que se consegue inferir uma tese, a tese é essa. A tese é menos... menos PowerPoint e menos Excel, e mais ‘vamos na rua e falar’.*” (Investidor F).

Concluindo este critério, percebe-se que conforme análise, o Investidor F vê grande relevância em desenvolver o negócio com o engajamento dos clientes, e alguns dos investidores conectaram suas análises com o critério Interesse/Benefício da categoria Produto.

4.1.2.4. Critério Potencial de Crescimento

Este critério identifica qual foi a percepção que o empreendedor passou com relação ao potencial de crescimento do mercado a ser explorado. Os investidores também conectaram ao critério Tamanho de Mercado, onde muitas vezes o mercado inicial a ser explorado não tem um tamanho considerável porém observam que poderá passar por melhorias e crescer em um futuro.

[...] Uma startup está oferecendo uma solução, naturalmente aquele mercado, ele deve apresentar tendência de crescimento. Mas eventualmente você pode até trabalhar num mercado que está estagnado, mas um mercado tão grande que aquela startup tem potencial de crescer dentro daquele mercado enorme, N vezes. Mas caso o mercado esteja realmente diminuindo, aí tem uma luz vermelha, ainda.” (Investidor B).

Quando questionado o Investidor C e Investidor D relataram: *“[...] Sim, porque você pode estar num mercado vamos dizer assim, esse mercado pode ser grande, mas ele pode ser um mercado tomado. [...]”* (Investidor C). *“[...] Com certeza. E como... é aquela história. Tu só entra investindo se tu tem um potencial de crescer muito.”* (Investidor D)

O Investidor F aponta que sua análise é relacionada ao como é possível entregar valor e posteriormente replicar esta entrega de valor para demais clientes semelhantes, e desta forma não utiliza o critério: *“Cara, não, não. Porque no fundo a projeção é essa, o mercado, quando tu como cresce, mas... ((silêncio)) na verdade a minha preocupação maior é ‘eu consigo entregar valor para um deles?’ Se sim, tem mais um monte de gente igual? Tem. Beleza.”* (Investidor F).

O Investidor G relata sobre uma experiência com um mercado em específico que considera que está em queda: *“[...] Volta e meia eu vejo empresa prestando, criando solução para serviço para indústria de mídia tradicional. Cara, o mercado de mídia tradicional está caindo dramaticamente ano após ano. Então, assim, o negócio*

tem que ser muito bom para tu poder investir nesse negócio. Porque assim, 'ah, tem um mercado de X hoje, ele vai ser de metade de X daqui a três anos'. Então, faz diferença sim." (Investidor G). Ainda complementou quando citou um exemplo de investimento que realizou em um mercado com potencial futuro: *[...] hoje é irrelevante, mas o negócio vai explodir daqui a algum tempo. Então, eu investi olhando para o futuro. Aí eu nem olhei tanto o tamanho do mercado, eu olhei a perspectiva do mercado, entendeu.*" (Investidor G).

O Investidor H também relata sobre o critério: *"[...] Então a gente sempre olha o que é o potencial desse mercado envolvido, se é possível escalonar no tamanho do mercado que a gente está falando Quando isso é perceptível, cara, tu olha para avançar.*" (Investidor H).

Com as informações coletadas com os investidores foi possível verificar que parte da análise de mercado é relacionada muitas vezes com a junção de alguns critérios, em alguns casos como do Investidor E, Investidor G e Investidor H, foram citados no mesmo relato os critérios Tamanho de Mercado, Potencial de Crescimento e Dinâmica do Mercado que será abordado nas próximas seções.

4.1.2.5. Critério Fornecimento/Distribuição

Fornecimento e Distribuição é um critério com que os investidores analisam com base em suas experiências ou em investigações que realizam quando estão avaliando uma startup para investimento.

Devido a grande parte dos investidores indicarem que na maioria das vezes investem em empresas de software, alguns acabam não utilizando este critério. Como apontado pelo Investidor C: *"Não. Se eu faço em outro tipo de empresa, provavelmente sim, mas não é o meu caso. O que acontece no nosso caso, principalmente de software, ele não é distribuição, mas principalmente a forma de comercialização e a forma de entregar o produto. Então, assim como as indústrias entregam, se envolvem e entregam produto, e aí entra essa parte de distribuição, logística, que é uma coisa extremamente complexa, principalmente no Brasil, no nosso caso é como é que a gente comercializa e como é que a gente entrega. [...]. Então do jeito que ele produz, comercializa e entrega, é uma coisa que com certeza eu boto olho muito forte.*" (Investidor C).

Da mesma forma com o Investidor D: *“Sim. E daí geralmente essas empresas tu tem a distribuição via o próprio SaaS mesmo, o software as service e também abrir canais. Então a gente sempre tenta fazer lá inbound marketing, outbound, mas tenta vender pelo próprio site, vamos resumir, e também achar canais de distribuição. Então, todas a gente está tentando alguns parceiros chaves, então para ampliar a forma de atuar no mercado.”* (Investidor D).

O Investidor E, informa que vê valor ao analisar a cadeia de distribuição para facilitar a entrada no mercado, o que se relaciona também com a dinâmica de mercado. *“Se tem uma cadeia de distribuição eu tenho um acesso mais fácil.”* (Investidor E). O Investidor F também reforça a conexão com o cliente: *“Tem que olhar a cadeia de valor toda, como é que a gente mexe essa cadeia de valor, especialmente, mas de novo, quem dá essa... quem dá essa medida, quem dá essa... esse feedback é o cliente.”* (Investidor F).

O Investidor H relata em uma de suas experiências ao analisar um investimento: *[...] eu já vi casos que a gente estava olhando e o problema do cara estava no mercado fornecedor. Ele precisava de profissionais de psicologia com uma certa qualificação para poder fornecer o serviço do que ele ia fazer uma atração entre clientes e profissionais. Cara, [...] como é que tu vai fazer para os psicólogos estarem conectados no computador o dia inteiro? Cara, o mercado fornecedor era difícil.* (Investidor H).

Em relação a este critério, percebeu-se que devido a maioria dos investidores estarem com foco em investimentos na área de software, este critério teve pouca relevância para alguns dos entrevistados. Entretanto, alguns investidores reforçaram que conectam este critério com outros, como Engajamento dos Clientes no caso do Investidor F, em suas análises.

4.1.2.6. Critério Dinâmica do mercado

O critério Dinâmica do Mercado está relacionado com as mudanças causadas em um mercado devido a utilização de novas tecnologias, as formas de entrada no mercado e competidores. Os investidores mencionaram em sua análise observam estas informações quando questionados:

“Tem que ter hoje uma visão de que seria possível escalar e replicar.”
(Investidor A)

“Cara, a gente analisa. Mas, o que é que acontece? Muitas vezes você entra numa empresa, [...] você entra num mercado muito claro. [...] Agora, esse mercado, ele vai mudando e acontece muito de as startups começarem de uma forma e terminarem de outra, que é a história de pivotar a empresa, produtos e os (processos) e etc... Então, eu acho que tem, claro que tem setores que eles estão sempre mais sedentos à tecnologia do que outros. Então, as nuances e variações nos mercados, eles acontecem. As startups, elas têm que estar preparadas para fazer as mutações e pivotar um negócio desse. [...] Então quer dizer, tem que estar atento ao que está acontecendo no mercado, não tem jeito.” (Investidor C)

Quando questionado o Investidor D demonstrou o olhar para a concorrência:

“Sim. E a própria concorrência, também, não? A própria concorrência que geralmente está aí. Então, como é que tu vai lidando com eles, com preço, com a forma de atuar, se é freemium, sempre de olho ali, com certeza. [...] Tem coisas que tu vai no decorrer, mas se tu consegue analisar. Mas tu já analisa antes, não é? Até para entrar. E apesar de entrar em alguns mercados bem... tem uma empresa que [...] atua no ramo de salão de beleza. Muito concorrido, sabe? Só que é a mesma coisa, tem que ficar analisando, tem que ficar mexendo, melhorando o teu produto, e achando o teu nicho ali.” (Investidor D).

O investidor E também destacou a possibilidade de entrada no mercado: *“[...] se o acesso a ele é fácil, se o acesso a ele é uma coisa fácil. Eu posso falar assim, ‘olha, eu estou fazendo um negócio para resolver um problema grave de um mercado grande, mas é para médicos, odontologistas da Índia’. Beleza, mas só que o acesso a esse mercado é difícil, não é? Ele está geograficamente longe, ele fala outra língua. Tem coisas culturais difíceis, então, é um acesso difícil de mercado.”* (Investidor E).

O Investidor G cita um caso de uma de suas experiências, os dados foram resguardados: *“[...] tu olha a dinâmica do mercado, por exemplo, tem um negócio que é para mercado grande, mas o que o mercado vai colapsar [...] o negócio tem que ser muito bom para tu poder investir nesse negócio. Então, faz diferença sim, entra um pouco na análise da dinâmica do mercado.”* (Investidor G). O Investidor H também

confirma que analisa este critério: [...] *Ah, eu analiso, sim. Porque essa é uma dinâmica importante de mercado. Existem dois momentos: tenho clareza e tenho convicção de que por você estar tendo uma ideia nesse momento, não significa que você é o único iluminado na face da Terra. Deve ter mais gente no mundo tendo a mesma ideia no mesmo momento. O que faz a diferença é a velocidade que você tem de implantação da ideia, então você tem que ver se o cara tem capacidade de implantar a ideia rapidamente, os recursos necessários sejam humanos, tecnológicos, financeiros em si. Então a velocidade é mais importante do que esse conceito de inovação em si. E de mercado. Porém, tem uma segunda condição que a gente olha muito quando a gente começa a estudar, e isso eu faço porque é da minha característica, eu procuro entender onde estará a barreira de entrada que este negócio vai colocar nos concorrentes. Então, cara, se os caras resolverem te imitar, como é que você faz para continuar ganhando dinheiro? [...] A pergunta é 'como é que tu resolve o problema de se destacar?'*

Em suma, percebe-se com os relatos dos investidores que as dinâmicas de mercado são levadas em consideração em suas análises de investimento. Durante o questionamento de alguns critérios como tamanho de Mercado, Potencial de crescimento e dinâmica do mercado, alguns investidores indicaram que um critério que chama atenção é do potencial de internacionalizar o negócio, descrito na próxima seção.

4.1.2.7. Critério Internacionalização

A partir da citação de um investidor sobre o potencial do negócio se tornar internacional, foi optado pelo pesquisador em adicionar o critério para posterior questionamento aos demais entrevistados. Nesta pesquisa foi definido que caso o critério fosse citado por mais três investidores, poderia ser um novo critério de análise.

A primeira indicação deste critério surgiu com o Investidor D, demonstrado abaixo: “[...] *Aí coisa legal que também tem a ver com uma coisa que para nós é essencial é assim, ó: é internacionalizar as startups, sabe? Então, a gente já pensa mercado mundial. [...] E a ideia é internacionalizar. Porque é um desejo de todos os integrantes dessas empresas, sabe? Eles querem estar no mundo. Então, tu falou da China, para nós é assim, ‘ah, mercado chinês, mercado americano’, a gente quer, vai*

atingir. A gente não pensa naquele mercado, coisa antiga do Brasil, 'ah, está bom aqui na região sul', não. Para nós é mercado mundial.” (Investidor D).

Os outros relatos que validaram este critério foram do Investidor E, Investidor F, Investidor G e Investidor H, que seguem: *“É relevante para mim. É relevante, mas assim, não é super-relevante. Se for uma solução que só vai, por exemplo, emissão de nota fiscal eletrônica, é só no Brasil. As características, aliás às vezes de um estado para outro, muda, não é? Então assim, é só no Brasil. Pode ser um grande negócio, mas não precisa necessariamente internacional, lógico que tem uma atração [...]”* (Investidor E).

O Investidor F comentou a respeito de uma startup, dados resguardados, que atingiu um mercado internacional e faz parte de seu portfólio: *“Sim. Muito. Muito, tenho a Startup Z com 90 por cento da receita internacional, me interessa muito.”* (Investidor F).

O Investidor G relata que acha interessante o critério, porém acredita ter grandes barreiras para internacionalizar um negócio, e cita um exemplo onde o critério fez sentido em um investimento pois o empreendedor tinha uma visão de internacionalização: *“Eu sou supercrítico a esse respeito, ser crítico não quer dizer que eu não ache interessante. Mas, para a grande maioria dos negócios, assim, internacionalizar um negócio é muito difícil. Porque tu vai competir com os caras internacionais. Não é? Então, assim, aumenta o nível da competição. [...] a maioria dos negócios que eu invisto não são negócios que eu estou olhando internacionalização. Tem negócio que eu olho, internacionalização é um plus. [...] E eu olho com muito cuidado porque eu acho muito difícil culturalmente, barreira de competição, entender como é que é canal de distribuição lá fora, eu acho que é bem pouco trivial e aí depende muito da qualificação do empreendedor. Eu tenho empresa que é brasileira, que ela é internacional... dá largada. O empreendedor é um cara cabeça internacional na largada, entendeu? Então, assim, eu estou investindo como se fosse um cara do Vale do Silício porque ele tem essa cabeça. Mas é exceção da exceção”* (Investidor G).

O Investidor H relatou sobre o critério em dois momentos primeiramente em: *“[...] para onde cresce, por que cresce, se discute se isso é só para o Brasil, se o cara*

pode botar na América Latina, pode botar no mundo inteiro com quanto tempo. Então isso tudo sempre se olha.” (Investidor H). E novamente informou: “[...] eu acho que todos os investidores-anjo, eles pensam globalmente. Eles não pensam de solução de nicho. Eles pensam globalmente, alguns chamam isso de escalonar, outros chamam isso de crescimento exponencial, abrangência mundial, mas todo mundo está sempre pensando numa forma de expandir isso [...] cara, tem que chegar em todo mundo. Então, normalmente se olha isso. Não... quando o cara diz, assim, ‘não, a minha solução é para atender aqui localmente as frotas de caminhão no Brasil’. Não, já é bastante coisa. É bastante coisa, mas estamos limitados, entendeu? A primeira pergunta que o investidor-anjo vai fazer assim: ‘OK, e isso não funciona para os caminhoneiros da Argentina, não?’, que caminhoneiro tem no mundo inteiro, então é muito melhor do que pensar localmente.” (Investidor H).

Por ser um critério que surgiu durante as entrevistas, espera-se que pode ser um ponto a ser melhor analisado em futuras pesquisas, conforme será detalhado na seção de considerações finais, até pelo relato do Investidor G que comentou sobre startups brasileiras que internacionalizaram: “[...] a gente vê muito pouco exemplo de startup brasileira que conseguiu internacionalizar, não é? (Investidor G).

4.1.3. Categoria Empreendedor

A categoria de análise do Empreendedor foi aquela que os investidores demonstraram mais destaque, conforme indicou o Investidor C: “*Para mim não é importante, é fundamental, o empreendedor.*” (Investidor C).

Neste sentido, muitas vezes comentaram que na grande maioria dos seus investimentos a análise do empreendedor é relevante. Ao se interessar por uma oportunidade de investimento, o investidor anjo tem diversas conversas para conhecer melhor o empreendedor e seu time. Esta categoria é dividida em seis critérios: Experiência na Indústria, Histórico, Paixão/Comprometimento, Integridade/confiabilidade, Conhecimento da Tecnologia e Coachable.

Durante as entrevistas um novo critério para esta categoria surgiu entre os investidores, chamado de *coachable*, que refere-se a capacidade do empreendedor

de aprendizado e de ouvir conselhos, e que também foi indicado durante as demais entrevistas. As análises de cada critério são demonstradas nas próximas subseções.

4.1.3.1. Análise da Categoria Empreendedor

A categoria Empreendedor foi demonstrada como ponto importante de análise pelos investidores entrevistados, sendo considerado um relevante pilar de avaliação. A síntese desta categoria, com as menções pelos IAs, é exposta na Tabela 4:

Tabela 4 - Critérios utilizados por IAs da categoria Empreendedor

Categoria	Critérios de decisão	Investidor A	Investidor B	Investidor C	Investidor D	Investidor E	Investidor F	Investidor G	Investidor H
Empreendedor	Experiência na indústria	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Histórico	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Paixão / comprometimento	✓	✓	x	✓	✓	x	✓	✓
	Integridade / confiabilidade	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Conhecimento da Tecnologia	✓	x	✓	✓	✓	✓	x	x
	Coachable	-	✓	x	x	✓	✓	✓	✓

Fonte: Dados primários (2017).

Ainda, cita-se algumas menções dos entrevistados relacionadas a esta categoria, como exemplo, o Investidor A indicou que sua primeira análise é do empreendedor: “[...] Primeiro, qualidade do empreendedor. Sem isso não tem negócio. Segundo, tamanho do mercado. Terceiro, a validação de como você resolve o problema realmente” (Investidor A).

Quando questionado sobre a categoria Empreendedor o Investidor F também indicou a importância: “Ah, é o mais importante...” (Investidor F).

Observou-se que quando questionados sobre critérios fora da categoria, alguns investidores relataram a importância do olhar sobre preparo o Empreendedor como apontado pelo Investidor B, quando falava sobre critérios relacionados a categoria Mercado: “[...] É, tem coisas ali que na verdade o que a gente... o que os investidores pedem é algo padrão assim.. eu acho que até para que os próprios empreendedores, eles façam a análise e concluam por si só que aquela... eventual solução, sei lá, de repente é uma solução para um mercado muito pequeno. Eu acho que é muito similar ao caso do valuation. Valuation de startup, a gente pede uma projeção financeira,

pede para que eles façam um valuation inicial e tal. Mas apenas para ver se eles entendem da lógica financeira de um negócio. Mais do que o resultado, ali, em si.” (Investidor B).

O Investidor C também destacou a importância da análise do Empreendedor: *“[...] o primeiro critério, vamos dizer, o mais importante é o empreendedor. O empreendedor... é analisar bem ele, ver o perfil e aí os desafios dentro da startup que ele vai ter.”* (Investidor C).

O Investidor E utilizou uma expressão e que também foi citada pelo Investidor H: *“[...] o investimento anjo e mais do que nada até ao investimento de venture capital, mas anjo com certeza, eu costumo dizer que é um investimento em jockey e não em cavalo. Você pode ter um... se você tiver um empreendedor correto, ele faz uma média ideia dar certo. [...] Então assim, talvez seja esse o critério mais importante. Às vezes fica chavão falar isso, provavelmente todo mundo já falou, mas assim, as duas coisas que eu mais olho assim, das coisas que eu posso olhar, problema, solução, time, tamanho do mercado, grana, possibilidade de crescimento, talvez as duas que eu olho mais sejam o empreendedor e principalmente o tamanho do problema.”* (Investidor E).

Como complementa o Investidor H: *“[...] Ah, é muito grande. Muito grande, muito grande. Tem um grande investidor aqui que ele usa uma frase meio chula, mas que eu concordo com ele. Ele sempre diz assim, “cara, eu prefiro apostar no jóquei, não no cavalo”. Ele fala assim: ‘é muito fácil trocar o cavalo, é muito fácil trocar o negócio, trocar a empresa, até trocar o problema. Mas, cara, o empreendedor vai virar meu sócio. O jóquei, eu não posso trocar, eu não posso ter um jóquei ruim’, porque um jóquei ruim não leva um cavalo bom para a vitória.”* (Investidor H).

Desta forma, percebe-se que no olhar da maioria dos entrevistados, no estágio inicial da startup o investimento é no empreendedor, como também complementa o Investidor G: *“[...] investir numa startup, você está investindo no empreendedor porque ela vai ter... mesmo que ela não tenha um super pivô, ela vai ter inúmeros percalços ao longo do caminho, vai ter, vai aprender um monte de coisas ao longo do caminho, vai mudar canal, vai mudar produto, vai mudar a forma de atender clientes, seja o que for, e aí tudo isso depende do empreendedor.”* (Investidor G).

4.1.3.2. Critério Experiência na Indústria

Este critério tem como objetivo identificar como a experiência do empreendedor na indústria em que está criando o negócio influencia na tomada de decisão do investidor. No referencial bibliográfico realizado por Maxwell, Jeffrey e Lévesque, (2011) este critério foi encontrado em diversas pesquisas, conforme apontado no Quadro 1, somente duas das treze pesquisas analisadas não foram encontradas.

O Investidor A comentou sobre como utiliza este critério e também levantou um ponto referente a como recentemente tem recebido empreendedores mais qualificados: *“Mas o comum hoje é pegar gente com experiência porque gente com experiência, ele consegue encurtar caminho. Gente sem experiência, se tiver que ensinar gestão para o cara, você pode ajudar a melhorar a gestão do cara, mas ensinar gestão para ele, vai levar dois anos para aprender. E aí em dois anos... [...] acabou o negócio, você entendeu? De eliminar, já era. Então, isso hoje é muito importante. Isso está relacionado com o que eu respondi anteriormente, que hoje felizmente nós temos uma oferta grande, mais qualificada, entendeu? A régua está subindo.”* (Investidor A).

Assim como informa o Investidor B: *“Isso aí é uma vantagem, se ele conhece bem o ramo que ele atua é uma vantagem. Se ele não conhece, talvez ele tem que fortalecer o time aí, com mentores, que já atuaram naquele segmento específico.”* (Investidor B). O Investidor C destacou alguns dos pontos em que analisa a experiência do Empreendedor: *“[...] Ele tem que conhecer profundamente o mercado que ele está, o tamanho do mercado, as possibilidades, oportunidades de mercado [...]”* (Investidor C).

O Investidor D correlacionou a importância da experiência na indústria em sua análise e como ele complementa com sua experiência: *“É. E cada vez tu vai vendo isso, quanto mais experiência, mais tempo já no negócio, mais importante... Com certeza. Então, assim, tem os pontos fora da curva, mas por enquanto a gente pegou, geralmente já está há um bom tempo trabalhando na área, no setor, e já tem experiência. E a gente auxilia com outras coisas, mas eles conhecem muito o mercado.”* (Investidor D).

O Investidor E relatou sobre sua análise deste critério: “[...]É, é bom que ele tenha um a experiência, não seja um franco atirador, do nada ele resolver sair e fazer as coisas. [...] Eu acho que ele tem que ter proficiência no mercado. O cara quer fazer um software para farmácia, ou ele é bom de software ou é bom de farmácia. Se ele não for bom de farmácia e não for bom de software, qual é o valor que ele vai poder identificar aí?” (Investidor E).

Quando questionado, o Investidor F informou: “É básico. Fora isso, fora isso é loucura.” (Investidor F). Assim como o e Investidor G: “[...] se tu me perguntar, assim, ‘ah, prefere um cara que já teve uma experiência bacana e não sei o quê, mais maduro ou um cara menos maduro? Um moleque que está saindo da faculdade?’, eu prefiro um cara mais maduro desde que ele tenha sangue no olho, prefiro cara mais maduro. [...] E depende da indústria, é mais importante ou menos importante, também. Mas ajuda muito.” (Investidor G).

Assim, percebe-se com os relatos dos investidores que analisar a experiência do empreendedor na indústria é importante e no nesse sentido verificar o histórico também fazer parte das análises, como relatado no próximo critério.

4.1.3.3. Critério Histórico

O critério histórico está relacionado com as experiências como empreendedor e sua reputação. Também foi um critério considerado importante pelos investidores, conforme demonstrado abaixo pelo Investidor A: “[...] É importante, isso está sendo considerado. E principalmente se ele já teve alguma experiência de fracasso que não deu certo. Não adianta você pegar um garoto de 17-18 anos que nunca fez nada ainda, que está com a ideia. Lógico, tem exceção. Se você adicionar competência nesse cara, mas aí é um trabalho bem mais desafiador porque você vai precisar também bastante, mais dinheiro para poder trazer mais gente melhor para poder tocar. [...]” (Investidor A).

O Investidor B também fala na importância de verificar o histórico, principalmente relacionado a falhas e aprendizados, assim como a verificação do empreendedor com sua rede de contatos: “[...] o que a gente tenta buscar nessas pessoas é entender o que eles já fizeram para trás, se é o primeiro empreendimento

ou não, isso também é importante. Gosto de empreendedores que já faliram pelo menos uma vez, porque parece que aí tem um aprendizado. E buscamos no nosso dia a dia também buscamos referências desses empreendedores no ecossistema local. [...] Que a gente tenta buscar referências, exatamente, onde aquela pessoa trabalhou, como foi o desempenho dela.” (Investidor B).

O Investidor C comentou que busca conhecer o histórico do empreendedor: *“[...] Eu preciso saber quem vai tocar esse negócio. Dependendo de quem vai tocar eu não entro. E se eu não conheço o background do cara.”* (Investidor C). Da mesma forma, o Investidor D utiliza o critério em sua análise: *“É, com certeza. É, analisar o que já fez, e aí cada caso é um caso, cada empresa vai ser diferente, mas é bom que tenha, já tenha aquela experiência de trabalho principalmente, período de tempo [...]”* (Investidor D).

O Investidor E comentou sobre o histórico e de uma percepção que teve com relação a família do empreendedor: *“Olha, é de bom tom que o empreendedor já tenha tido alguma experiência ali no empreendimento. Não é fácil ter, ser empreendedor que tenha experiência, normalmente ele não tem. Mas um viés que eu estava vendo que é interessante, que é até curioso a gente comentar. Não é científico, mas é intuitivo, empreendedores que vem de família de empreendedor, que tio ou o pai foi empreendedor, geralmente tem uma consciência muito boa do que é ser empreendedor. Então assim, se o cara já viu o pai dele economizando para poder pagar folha, já viu o pai dele correndo atrás de banco, já viu o pai dele lutando para vender, lutando para criar, então assim, normalmente o cara, ele tem uma sensação muito clara do que é ser empreendedor, da realidade de ser empreendedor”* (Investidor E).

Da mesma forma, o Investidor F também comenta que busca conhecer o histórico familiar: *“[...] Claro. Eu acho que como qualquer profissional, tentar ver a história, o DNA de empreendedor, outras ações que já fez, a família também, se tem algum histórico empreendedor é importante, um pouco conhecer as histórias. As pessoas não nascem, não vem do nada, então, geralmente tem um histórico familiar, faz sentido entender isso. Isso é importante também.”* (Investidor F).

O Investidor G também demonstra interesse em analisar este critério: “[...] *Claro que eu olho o background, eu olho o que é que o cara já fez e tudo mais [...]*” (Investidor G). O Investidor H analisa também o histórico de trabalho e como empreendedor: “[...] *Escolher bem esse empreendedor, e aí, cara, experiência que o cara já teve conta, por mais jovem que ele seja, se o cara teve experiência de trabalho, se o cara já tentou empreender antes, conta, sim.*” (Investidor H).

O critério de histórico demonstrou também que muitas vezes a falha é um ponto em que os investidores analisam, pois pode demonstrar aprendizado segundo os mesmos. Um ponto interessante levantado por dois investidores foi o histórico de empreendedorismo na família do empreendedor.

4.1.3.4. Critério Paixão/Comprometimento

Este critério tenta avaliar a paixão e o comprometimento do empreendedor com negócio. Algumas das pesquisas indicaram que os investidores percebem que paixão é um ingrediente necessário para que o empreendedor atinja o sucesso como por exemplo Sudek (2006). Neste sentido a paixão é indicada pelo Investidor A: “[...] *you have to dream big, you have to have the passion for the business [...]* O empreendedor que não tem paixão, também dificilmente vai dar certo.” (Investidor A).

O mesmo Investidor A comenta sobre o comprometimento do empreendedor com o negócio: “[...] *Quando o cara se dedica por completo, o cara abdica, cara, é esse o negócio da minha vez, pelo menos nessa fase da vida dele, legal. Quando o cara às vezes também bota o dele na reta, o que é que é isso? Bota um dinheirinho dele também, não só o tempo dele, se ele tem uma graninha, ele também ajuda, isso também transmite segurança para o investidor, ‘bom, o cara também está correndo risco’. [...]* é... *que o cara mais interessado em dar certo tem que ser o empreendedor*” (Investidor A).

O Investidor B também revela sua percepção sobre o critério: “[...] *Na verdade isso é quase que uma condição sine qua non (do latim, sem a qual não, indispensável), aí. É como se fosse essa paixão por empreender, eu acho que é similar ao cara ser honesto. Então, é uma coisa que a gente assume que tem que existir, senão*

inviabiliza. [...] Essa coisa de perceber que o empreendedor, ele tem paixão pelo negócio” (Investidor B).

O Investidor E comenta, além da paixão, sobre a importância da dedicação e comprometimento do empreendedor e conecta também com relação ao time que está à frente do negócio: *“[...] E outra coisa que eu não gosto de investir é empreendedor solitário ou empreendedor que não vai dedicar 120 por cento do tempo dele para aquilo, sabe? Não tem como. Não tem como, fazer uma startup dedicando full, full time e com várias pessoas já é difícil. Se você dedicar metade do tempo com uma pessoa só, não vai funcionar [...] Isso é mais ou menos é uma razão da paixão que ele tem por aquilo, é um sonho que ele tem por aquilo. É muito difícil o cara te vender um sonho dizendo que ele vai trabalhar só de fim de semana, e sozinho. Não vai funcionar.” (Investidor E).*

Assim como o Investidor H, que indica que o empreendedor tem que demonstrar na prática a paixão e comprometimento ao negócio:

“[...] Você chama na prática, o cara tem que demonstrar. Típica demonstração, ele já investiu todas as economias que ele tinha, então eu sei que ele é apaixonado pelo negócio dele, entendeu? O cara largou emprego, vendeu a casa, ou devolveu a casa que ele tinha de aluguel, estava morando no porão da casa do pai para poder tocar o projeto. Cara, esse cara está comprometido, entendeu? [...] Ele pode ser apaixonado, se ele é apaixonado pela ideia, não é a diferença. A diferença é o quanto se traduz esse comprometimento em ações.” (Investidor H).

Em alguns comentários dos investidores com relação a este critério, foi destacado pelos IAs que o empreendedor também tem que transmitir confiança e se mostrar íntegro, critério demonstrado na próxima seção.

4.1.3.5. Critério Integridade/confiabilidade

Este critério analisa a percepção da integridade e confiabilidade que o empreendedor transmite nas interações com o investidor. Segundo os investidores também é um critério bastante utilizado ao avaliar uma oportunidade de investimento. O Investidor A indica: *“[...] o principal asset (aspecto) desse processo todo, está relacionado muito a você transmitir confiança, entendeu? Transmitir confiança, transmitir capacidade de execução, porque o resto é tudo incertezas.” (Investidor A).*

O Investidor C demonstra que é um critério que analisa e exemplifica com uma experiência, onde os dados foram resguardados: “[...] *Cara, se eu não sentir firmeza num cara, não. Eu vou me... [...] e já aconteceu isso e eu já tomei na cabeça e eu vou declinar com certeza. [...]eu tenho que acreditar naqueles caras e confiar*” (Investidor C).

O Investidor D, relata que já teve experiências em que desistiu do investimento por motivos relacionados a este critério: “[...] *Eu já deixei de investir por causa de alguns detalhes que tu vê que não é uma boa índole ou empresário que quer dinheiro para ele e não para a empresa. Então, isso para nós é... pró-labore tudo bem, que é o que precisa para viver. Agora dinheiro, ‘ah, preciso de um dinheiro para...’ aí já acende um sinal que não é por aí, e já saímos de algumas frias assim [...]*” (Investidor D).

O Investidor F também fala sobre sua análise do empreendedor com estes critérios: “[...] *As experiências, além dos caras terem perfil e serem íntegros, honestos, que isso aí é tipo o básico, serem empreendedores de verdade e serem caras honestos, íntegros e competentes, mas isso tudo é óbvio, não é?*” (Investidor F).

O Investidor G comenta sobre o desalinhamento de valores relacionados a integridade e confiabilidade transmitida pelo empreendedor: “[...] *E outro critério de corte, assim, cara, é se tu sente qualquer... qualquer sinal de desalinhamento de valores.*” (Investidor G). Por fim, o Investidor H também informa que analisa este critério: “*Ah, com certeza, cara. A gente tenta entender melhor quem é a pessoa, qual é a credibilidade dela, o que é que ela já fez, quem conhece ela.*” (Investidor H).

Neste critério, pode-se dizer que a percepção de integridade e confiabilidade do empreendedor nas relações que começa a formar com o empreendedor são relevantes, afinal estes esperam por um trabalho em conjunto por alguns anos e qualquer quebra destes valores pode prejudicar o relacionamento entre o empreendedor e o investidor anjo. Destaca-se, por fim, como este critério pode ser utilizado como condição de desistência do investimento pelo investidor ao perceber desalinhamento de valores com o empreendedor, conforme destacado acima e apontado pelo Investidor G.

4.1.3.6. Critério Conhecimento da Tecnologia

O critério Conhecimento da Tecnologia envolvida no negócio, também foi indicada por alguns investidores como critério de análise. O Investidor A indicou que analisa nos empreendedores e na composição do time: “[...] Então, você tem que ter um empreendedor mas, você tem que ter um cara da tecnologia, que seja o CTO, o cara de produto, não importa. Se não tiver essa competência, você tem um problema.” (Investidor A).

O Investidor C destacou o conhecimento de tecnologia: “[...] você precisa de um cara forte de tecnologia, de técnico mesmo, [...] o cara tem que saber quais são as melhores tecnologias do que ele vai desenvolver, onde é que ele vai hospedar, como é que vai fazer a arquitetura disso, para fazer um bom software para não jogar no lixo depois” (Investidor C). O Investidor D comenta também do desafio das startups no estágio inicial, relacionando com o conhecimento da tecnologia: “[...] mas o desafio no primeiro, segundo ano da empresa é produto. E produto é desenvolvimento. Porque... então, precisa de programador, precisa de... o desafio está ali, é achar o produto, produto certinho, sabe?” (Investidor D).

O Investidor E também comentou sua análise deste critério também conectando com o contexto inicial do negócio e com uma experiência de investimento: “[...] É bem desejável. Se o negócio for, quer dizer, o investimento hoje não se restringe à tecnologia, mas se o negócio tiver um componente tecnológico forte, é importante que ele ou o sócio dele tenha um conhecimento técnico forte. Eu já fiz investimento em empresa que não tinha, os primeiros dois empreendedores, não tinha nenhum técnico. E a empresa era de tecnologia. Então, a primeira coisa que nós fizemos depois que eu entrei foi contratar um diretor de tecnologia que virou um sócio, que virou sócio porque tem que ter um cara sócio ou com pelo menos possibilidade de opções de ações, sócio, porque essa área é muito crítica. Nos primeiros anos, se você perder esse recurso, você dá muitos passos para trás.” (Investidor E).

O Investidor F por sua vez comenta com exemplos de oportunidades que já observou, onde eram apresentadas oportunidades de startups de tecnologia que não tinham empreendedores com conhecimento de tecnologia: “[...] E tirando o fato, e o outro é aquela coisa, empresa de tecnologia que não tem CTO (Chief Technological

Officer, responsável por tecnologia), isso daí já é um clássico, não é? Isso aí você já sabe, não preciso contar isso aí, esse é um clássico da história.” (Investidor F).

Concluindo este critério, pode-se observar que alguns dos investidores já comentaram o conhecimento de tecnologia também com relação a composição e características do time, que será abordado na seção da categoria Investimento.

4.1.3.7. Critério Coachable

O critério *coachable*, surgiu na entrevista com o Investidor B, que significa: O grau com que o empreendedor analisa, considera cuidadosamente, e integra feedbacks para melhorar o desempenho de seu negócio (CIUCHTA *et al.*, 2017). Conforme aponta o Investidor B: “[...] *que ele tem flexibilidade, que é uma expressão que a gente usa, ser coachable, está disposto a ouvir as orientações dos investidores e ponderar sobre... no final das contas o empreendedor é que toma as decisões, isso é muito claro.*” (Investidor B).

Desta forma optou-se por adicionar o critério a entrevista para validação com outros investidores, o que obteve menções de outros três: “[...] *E a capacidade de aprender. Capacidade de receber orientação. O americano chama isso de coachable, é muito feio, o nome. O nome é muito feio. Mas a quanto que esse cara, mesmo quem tenha um nível de arrogância muito grande, eles têm um nível de arrogância, quanto que ele tem capacidade de aprender, capacidade de realmente pegar um tema que ele não conhece e partir de um certo tempo, de com disciplina, ele conseguir conhecer e aprender.*” (Investidor E).

Quando questionado sobre o critério e a capacidade do empreendedor de ouvir, absorver, os aprendizados e orientações, o pesquisador questionou se há uma percepção do Investidor F: “[...] *Sim, sim é fácil. E é básico [...]*” (Investidor F).

O Investidor G levantou alguns pontos que utiliza na sua análise com relação a este critério: “[...] *Eu, com frequência, nas interações com os empreendedores eu faço perguntas que são... só para provocar, só para ver como é que o cara reage. E assim, tem dois... dois tipos de reação que são as reações que são muito ruins. Uma é o cara que não aceita ponderação, feedback, seja sobre ele, seja sobre a empresa, ou o produto. E o outro é o cara que diz sim para tudo. E o cara que não aceita, ele pode não aceitar ficando brabo, pode não aceitar rebatendo, pode não... tem várias formas*

de fazer isso. E com frequência eu falo com eles, até o que eu acho... errado, mas até para ver como é que o cara reage, se esse cara vai parar para pensar sobre. Não é nada absurdo assim, o cara vai pensar sobre o assunto, vai voltar para casa, dois dias depois vai me procurar. É diferente do cara que rebate na hora, nega tudo e assim por diante. [...] também tem a questão do cara aprender rápido. Velocidade de absorção de aprendizado assim, certo? É ser coachable, mas também ele ir atrás, ele estudar, ele querer aprender. [...] (Investidor G).

O Investidor H também demonstra interesse no critério, levantando também o termo *smart-money* que indica o conhecimento e atuação que o investidor pode repassar ao negócio a ser investido, além dos recursos financeiros: “[...] Sim. É bem importante isso do ponto de vista de que há um ganho substancial, o investidor usa uma expressão, ele chama de *smart money*, é o dinheiro inteligente, que na verdade, o investidor não vai só com o dinheiro, ele vai também com o conhecimento dele e aí ele dá muitas sugestões.” (Investidor G).

Neste sentido, também conectado com falas dos investidores que relatam que os negócios com que identificam que podem exercer um papel com seu conhecimento, experiência ou rede de contatos - conforme será demonstrado na seção da categoria Oportunidade de Investimento - acabam sugerindo e questionando o empreendedor. Então, a característica de ouvir feedbacks, buscar aprendizado e ouvir as orientações, ser *coachable*, pode ter um estimado valor quando o IA analisa o investimento.

4.1.4. Categoria Finanças

A categoria Finanças elenca critérios que auxiliam os investidores a analisar os aspectos relacionados a: Expectativas financeiras demonstradas pelos empreendedores, Rentabilidade/realismo, Capitalização/Fluxo de Caixa, Tamanho do Investimento, Plano de Negócios, ROI/Valuation e Liquidez.

Alguns investidores enfatizaram que o critério plano de negócios não consideram interessante analisar nos estágios iniciais da startup, porém já foi bastante utilizado anteriormente. Outra colocação de alguns investidores revela que nesta categoria, buscam analisar se o empreendedor entende do modelo financeiro, reforçando a importância da análise do Empreendedor, e muitas vezes descartando

alguns critérios como expectativas das finanças, realismo das informações. Conforme enfatizou o Investidor B:

“Então a gente vê se o empreendedor fez esse dever de casa, estudou isso com relação à modelagem financeira de projeção de resultados, a gente quer saber se ele sabe o que é uma margem de contribuição, o que é receita líquida, o que é overhead. Mais do ponto de vista conceitual mesmo... e custo de aquisição de cliente, life time value, churn, então, alguns indicadores do negócio também que são os indicadores mais ou menos... meio que padrão para muitos negócios de receita recorrente. Então, o que a gente está testando ali é basicamente conhecimento dos empreendedores sobre os conceitos. Os números são secundários ali. No papel cabe tudo [...]” (Investidor B).

Assim como relatos do Investidor E: *“[...]Isso... sim. Você tem o raciocínio lógico para pelo menos explicar com algum racional. Não precisa estar certo. É aquela coisa que ele pode, que ele pensou no assunto, de uma forma racional.”* (Investidor E).

Estes relatos são demonstrados nas seções abaixo relacionadas a cada critério da categoria.

4.1.4.1. Análise da Categoria Finanças

A categoria finanças, com os relatos relacionados aos critérios, elencou que na maioria das vezes, os investidores tentam perceber como o empreendedor compreende os aspectos relacionados a finanças do negócio. A síntese dos critérios mencionados pelos IAs entrevistados é demonstrada na Tabela 5.

Tabela 5 - Critérios utilizados por IAs da categoria Finanças

Categoria	Critérios de decisão	Investidor A	Investidor B	Investidor C	Investidor D	Investidor E	Investidor F	Investidor G	Investidor H
Finanças	Expectativas	✓	✓	✓	✓	x	✓	x	✓
	Rentabilidade / Realismo	x	x	✓	✓	x	x	x	✓
	Capitalização / fluxo de caixa	✓	✓	x	x	x	x	x	✓
	Tamanho do investimento	x	x	✓	✓	✓	✓	✓	x
	Plano de negócios	x	x	✓	x	x	x	x	✓
	Apresentação	✓	✓	x	✓	✓	x	✓	✓

	ROI / <i>valuation</i>	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓	x
	Liquidez	✓	x	x	✓	✓	x	✓	✓

Fonte: Dados primários (2017).

Desde indicadores financeiros até *valuation*, muitas vezes durante a conversa, o investidor pode realizar questões para testar os conhecimentos do empreendedor ao invés de avaliar as informações relacionadas a oportunidade de investimento e a esta categoria.

O relato do Investidor F abaixo, exemplifica que a parte de finanças é demonstrada na prática, que busca sempre identificar se o mercado está aprovando o negócio e neste sentido os aspectos financeiros positivos serão consequência de uma boa execução: “[...] eu vou sempre olhar a projeção financeira, mas o que me interessa é tração, é histórico, é estar faturando e estar com o faturamento crescente. Eu não sou encantável por projeções bonitas, não me... eu não quero nem ver a projeção, quer dizer, eu quero ver mas no sentido de eu não vou comprar um fluxo de caixa descontado. Não é isso que me faz acreditar numa empresa. O que me faz acreditar numa empresa é o cliente estar pagando por ela e eu ligar para o cliente e o cara dizer: ‘cara, isso aqui, eu não posso viver sem, isso aqui é ótimo e ajuda a gente para caramba’.” (Investidor F).

4.1.4.2. Critério Expectativas

O critério Expectativas reforça alguns dos demais critérios desta categoria, mas identifica quais as expectativas do empreendedor são percebidas pelo investidor com relação aos aspectos financeiros.

Conforme já demonstrado pelo Investidor B, com relação ao critério expectativas, é observado o preparo do empreendedor com relação ao que está sendo apresentado de finanças. O Investidor C também comentou sobre as expectativas: “[...] De novo a gente está comprando um sonho. Certo.. Como uma expectativa de que algum tempo depois...(Pesquisador). “Vai transformar em grana. E é isso aí.” (Investidor C).

O Investidor D, ao ser questionado sobre sua análise geral sobre finanças, relata também sobre este critério: “[...] Mas tem muito a questão de expectativa, tem um produto novo que não tem nenhum no mercado.” (Investidor D).

Por fim, nas análises obtidas deste critério, o Investidor H, comenta: “[...] *E o investidor olha qual é o potencial de chegar lá na frente, quantos milhões de usuários poderia ter e tal.*” (Investidor H).

Concluindo este critério, percebe-se que os investidores visualizam o risco do investimento e relatam que tem a expectativa de que possa obter resultados, principalmente, como já relatado, quando analisam que o empreendedor é capaz de lidar com os aspectos financeiros. Da mesma forma a análise do critério rentabilidade e realismo, obteve respostas semelhantes.

4.1.4.3. Critério Rentabilidade / Realismo

O critério Rentabilidade/Realismo indica para o investidor se as informações que o empreendedor demonstrou são reais e podem trazer rentabilidade ao investidor. Conforme já mencionado no critério anterior, alguns investidores informaram que já esperam que as informações informadas pelo empreendedor estejam erradas, como informa o Investidor G, porém analisam novamente a capacidade do Empreendedor: “[...] *sempre olho uma projeção de 12-18-24 meses. Não vai estar certa, evidentemente, mas tem uma questão de... eu acho que tem duas coisas muito importantes disso. Uma é entender como é que o cara pensa e o rigor analítico do empreendedor que é superimportante, e a segunda questão é ver se econômico do negócio faz sentido. [...] E então, assim, eu uso muito para testar a cabeça do cara e se o econômico do negócio faz sentido ou não faz sentido.*” (Investidor G).

Assim como relata o Investidor C: “[...] *e o principal é ver se tem sustentação isso que ele botou no papel. Cara, com experiência, conhecimento que a gente tem, o cara bota o negócio na tela, tu olha e diz, assim, ‘cara, esquece. Não viaja. Não viaja.’*” (Investidor C). O Investidor D também aponta que não vê como reais as informações: “[...] *ah, puro sonho, tipo ‘ah, numa análise – então tu já dá até o que eles falam – numa análise conservadora eu vou atingir só isso do mercado e vai dar, vai render tanto’. A gente não entra muito nisso.*” (Investidor D).

Na análise deste critério, percebe-se que para os investidores é observada ainda a relação de como o empreendedor está expondo as informações e reforça que

analisam o fato de visualizar que o empreendedor deve ter um conhecimentos sobre os aspectos financeiros.

4.1.4.4. Critério Capitalização / Fluxo de caixa

Este critério tem como base demonstrar informações referentes a entrada e saída de recursos financeiros na startup, assim como está crescendo sua estrutura de capital. Da mesma forma, como os critérios anteriores nesta categoria, também obteve poucas indicações pelos investidores. O Investidor A relatou: “[...] *Você tem que fazer uma projeção de demanda de caixa. ‘Ah, você vai pegar 100 mil para que?’, ‘ah, nós estamos em maio. Cara, de julho a dezembro eu vou lançar o produto, vou testar ele, vou botar uma mídia, quero tantos clientes’, então você tem que ter uma projeção financeira adequada dentro dessa realidade, do que é que você vai fazer. E depois vai ter que pensar: ‘cara, e a hora que acabar os 100 mil? Capta de novo? Chegou no break even? Cresce organicamente? Não sei.’ então, tem que ter essa discussão.*” (Investidor A).

Assim como apontado anteriormente, o Investidor B enfatizou novamente a análise do empreendedor: “[...] *Então, isso aí, a modelagem financeira, como mencionei... a gente está mais preocupado em que o empreendedor... entenda a lógica, nos explique essa lógica, do que os números estarem certos, se o fluxo de caixa está batendo, [...] se eles entendem os conceitos. [...] talvez mais importante que os números, são as informações qualitativas e as estratégias, conflitos que ele está trabalhando. Porque número, dependendo da premissa que você usar, tudo cabe no papel.*” (Investidor B).

4.1.4.5. Critério Tamanho do Investimento

O critério Tamanho do Investimento, é relacionado com quanto capital financeiro que o empreendedor está buscando com o Investidor. Alguns investidores utilizaram o termo “tamanho do cheque”, e conforme os relatos, percebe-se que os investidores determinam qual seu potencial de investimento, porém conforme relatos caso o empreendedor esteja buscando mais recursos, podem juntar-se a outros investidores para obterem o valor. Neste caso será mencionado também no critério Co-investimento na categoria Investimento.

O Investidor C delimitou a sua quantidade de investimento entre R\$80 mil e R\$150 mil reais, exemplificou com um investimento que realizou: *“Sim, são investimentos pequenos porque se fosse para botar muita grana eu botaria no meu negócio, na empresa que eu tenho. [...] na Startup XZ eu acho que eu botei R\$ 80 mil. Então, eu diria que até R\$ 100 mil para um anjo eu acho que é um bom número, no máximo 150.”* (Investidor C).

A mesma variação também foi exposta pelo Investidor D: *“Hoje, a gente, como é um anjo, vamos dizer que, como eu te falei, que geralmente a gente está lá no desenvolvimento do produto mesmo ainda, está validando, o que a gente se dispôs é mais ou menos isso, são investimentos de dois anos, um ano e meio a dois anos que a gente fez desses três e capital. No capital, em torno de 100 a 150 [...]”*. (Investidor D).

Quando questionado se sair dessa faixa de investimento poderia ser um critério de exclusão, o Investidor E comentou da opção de co-investimento: *“[...] No meu caso é de 30 a 300 mil. [...] É, assim, é difícil de excluir porque pode ser que exista um projeto que eu entre com outros anjos e possa ser maior que isso, mas em geral é nessa faixa.”* (Investidor E).

O Investidor F não especificou uma faixa de investimentos, mas que analisa o tamanho de investimento e caso não estar em um valor de sua análise, passa para outros agentes como fundos de venture capital: *“[...] Perfeito. Aí tem investidores para cada um. [...] Se estiver fora vou passar para diante.”* (Investidor F).

O investidor G também não falou em uma faixa de investimento, mas relatou que analisa quanto capital é necessário em conjunto com outros critérios como qual é a faixa de valor da empresa (*valuation*), e que ele possa exercer um papel na startup: *“[...] eu acho que a minha... eu acho que o investidor-anjo, ele tem que entrar numa faixa de valuation que o cheque dele vai fazer diferença. Quer dizer, deixa eu dizer diferente: eu sou investidor-anjo ativo. Então para eu ser ativo, gastar tempo com uma companhia, eu tenho que achar que o meu cheque vá fazer diferença no capital da companhia para ser ouvido e para que eu tenha um retorno relevante. Então, se eu tiver 0,5 por cento da empresa, cara, não vai fazer muito sentido.”* (Investidor G).

Assim, percebe-se que conforme relatos dos Investidores Anjos seu investimento faz parte das primeiras captações da startup, e que para alguns existe uma faixa de investimento de capital que insere nas empresas. Caso a quantia solicitada pelo empreendedor exceda esta faixa, buscam opções de co-investimento com outros anjos, como comentado pelo Investidor H: “[...] *É porque normalmente se pensa que pode ter mais gente investindo junto.*” (Investidor H). Ou direcionam o projeto a outras formas de investimento, como fundos de Venture Capital.

As informações comentadas pelos investidores sobre *valuation* serão expostas nas próximas seções, assim como as possibilidades de co-investimento da categoria Investimento.

4.1.4.6. Critério Plano de Negócios / Apresentação

O critério relacionado a Plano de Negócios tem como objetivo verificar se quando o empreendedor apresenta esta ferramenta, o investidor a utiliza para analisar seu investimento. Neste sentido, conforme relatos dos investidores, esta ferramenta não está mais sendo utilizada por eles, conforme demonstrado abaixo: “[...] *Plano de negócio não faz sentido para uma startup que está começando. Plano de negócio é um instrumento burocrático, complexo, ruim de fazer que toma tempo, é difícil de fazer, é muito difícil o empreendedor, em começo de jornada tem muita dificuldade.*” (Investidor A).

O Investidor B informa que pede algumas informações em slides e analisa mais alguns documentos, porém não utiliza um plano de negócios pois a startup ainda está em um estágio muito inicial: “[...] *Inicialmente a gente pede um pitch deck, dez slides, depois a gente analisa mais alguns documentos, alguns investidores podem pedir um plano de negócio, também. E talvez um plano de negócio, ele seja mais comum no series A. Ali, na etapa do investidor-anjo tudo é muito incipiente, ainda muito arriscado. Tem alguns investidores que usam e outros não. Mas não é uma obrigatoriedade como era há alguns anos atrás.*” (Investidor B).

Também como apontado pelo Investidor B, O Investidor D relatou que não utiliza a ferramenta e que normalmente o Plano de Negócios está sendo utilizado para uma segunda rodada de investimento com Fundos de Venture Capital: “[...] *Não é tão relevante. [...] esquece aqueles planos de negócio antigos, esse aí a gente não... a*

gente pede até um canvas. [...] Então, não é relevante. Sinceramente não é. Só que claro que tu tem que ter um norte de um plano, o que é que tu vai fazer. [...] Hoje tem uma das empresas, no fim do ano a gente quer apresentar para fundos de investimento. A gente já está começando o namoro, fazendo a segunda rodada. Aí sim, nós vamos preparar eles para tudo prontinho os dados, [...] fazer um pitch para vários. [...] Normalmente o fundo vai querer algo relacionado ao plano [...] aí o fundo já está naquela fase, 'ah, querem, é para escalar mesmo, não é? Vai ter um investimento maior, mas tu vai fazer o que com o dinheiro?' Então aí tu precisa deixar certinho onde tu vai usar esse dinheiro. (Investidor D).

O Investidor E comentou também que não utiliza plano de negócios devido ao tempo necessário para utilizar a ferramenta, que ao entregar já estará com informações antigas: *"[...] Não, eu peço para nem fazer plano de negócio, sinceramente. Então, pelo menos para os meus contatos, 'vou mandar o plano de negócio', nem manda, porque no momento em que você acabar de fazer e salvar em PDF, já está desatualizado." (Investidor E).*

O Investidor G informou também que não olha o plano de negócio, utilizando o termo em inglês, *business plan*: *"[...] nunca olho o business plan de cinco, dez anos, porque não faz sentido para o negócio nesse estágio." (Investidor G).* No mesmo sentido, o Investidor H enfatiza: *"[...] a relação não é uma relação formal como analisar um plano de negócio." (Investidor H).*

O Investidor F utilizou um exemplo para demonstrar que também não utiliza o plano de negócios: *"[...] imagina fazer um business plan que prova que o mercado de pizza é de um bilhão de reais por mês e com 1 por cento dele é uma startup de 10 milhões por mês, portanto que vai ter um ARR de tanto... essa inferência é boba, entendeu? Essa inferência – entende? – o importante é o qualitativo. Eu consigo fazer diferença para caramba em uma pizzaria? Em duas? E ela é igual a todas as outras? É. Então, está resolvido. Que se não, qualquer business plan para em pé, entendeu? Toda startup deu certo no Excel." (Investidor F).*

Nas entrevistas somente o Investidor C mencionou que utiliza a ferramenta: *"Sim. Tem que olhar. Tem que olhar porquê de novo, você tem que olhar esse troço cinco anos. E aí você buscar sustentação desse plano [...] Então você tem que ver o*

business plan e tem que ver isso estruturado: 'eu quero faturar tanto esse ano, o ano que vem e no outro, com que estrutura de custo eu vou gerar prejuízo durante três anos, no quarto começo a ter break even, no quinto lucro', então ele tem que ter essa consistência de que não vai ter lucro no primeiro ano, porque se não, se você tiver lucro no primeiro ano você não vai crescer." (Investidor C).

Entretanto a apresentação, também referenciada pelos investidores com o termo *pitch*, pode ter um fator importante na hora da análise, principalmente para observar o Empreendedor, como evidência o Investidor A que verifica as capacidades de venda: *"Ó, o pitch é muito importante, o empreendedor tem que treinar muito o pitch, não é? Tem empreendedor que consegue captar muito pelo pitch, [...] o cara tem que ser vendedor, entendeu? Então essa é uma outra competência fundamental. O cara pode ter um negócio bom, ter um documento, ter um back legal, mas não consegue fazer um pitch bem feito. Então, ferrou. O cara foi ruim, foi mal na apresentação, aí se o cara não consegue vender, não vai conseguir fazer o negócio."* (Investidor A).

O Investidor D, também conta um caso relacionado a apresentação, que reitera a oportunidade de analisar o empreendedor: *"[...] É. Depende do estágio. Eu tenho um amigo aqui que é empreendedor que ele é super bom de achar negócios, fala super bem. Só que daí ele, na parte de desenvolver o negócio, ele peca. Então, assim, ele começa bem, mas aí não vai nos requisitos, assim, 'certo, e tem equipe?', 'não'. 'Tem o produto já vendendo para algum cliente?', 'não'. Então, tu vai segurando. Eu acho que é importante, é importante para tu conhecer os números. Mas é o início do namoro."* (Investidor D)

O Investidor G, informou que com a apresentação muitas vezes também já analisa o empreendedor e caso não atingir seus critérios pode já negar o investimento: *"[...] Cara, o pitch é uma forma, o pitch é um bom momento para o investidor desistir do negócio. Ele nunca vai decidir investir em função do pitch, quer dizer nunca... Eu nunca vou decidir investir em função do pitch. Eu vou decidir não investir em função do pitch. A forma super-rápida de tirar a minha atenção do negócio. Se eu gostar do pitch eu vou para o próximo passo, [...] se o cara faz um pitch torto, o cara não sabe se comunicar, às vezes até está errado, assim, mas eu vou pensar assim, 'cara, esse cara depois não vai saber se comunicar na frente de um cliente'. Se o cara monta um*

monte de informações confusas e o negócio dele depende de clareza, o cara depois vai ser confuso. Posso estar errado, mas é um critério rápido para tomada de decisão de não ir para frente. Então, eu acho que o pitch não ganha o jogo, mas faz perder.” (Investidor G).

Como conclusão deste critério, é apontado pelos IAs como muitas das informações analisadas são relacionadas ao empreendedor. Ainda, pode-se observar que a maioria dos investidores não utiliza mais um plano de negócio e que a relação acaba sendo mais informal com o empreendedor. Neste sentido, sugere-se que em futuras pesquisas avaliem o critério como somente apresentação/pitch.

4.1.4.7. Critério ROI / Valuation

O critério ROI / Valuation refere-se ao retorno do Investimento que o investidor percebe e quanto o empreendedor informou de quanto vale sua empresa. Nas entrevistas percebeu-se que os investidores utilizam mais o critério específico de *valuation* do que ROI. Neste sentido é exposto inicialmente os comentários dos investidores com relação a ROI e posteriormente de *valuation*.

O Investidor A, correlaciona o critério de ROI com eventos de liquidez (*exit*), que serão detalhado no critério seguinte, e enfatiza: *“Não. É muito risco na fase inicial você vai ver como é que a empresa vai performar. Você tem que acompanhar a empresa para ver como é que vai performar e não vai ter ROI se não tiver saída lá na frente.”* (Investidor A).

O Investidor B, reitera que analisa como o empreendedor compreende a modelagem financeira: *“Então, isso aí, é a modelagem financeira”* (Investidor B).

O Investidor D informa que espera um ROI de no mínimo cinco anos e relaciona também com o critério Expectativas e o risco do investimento: *“[...]É. Ele trabalha no mínimo cinco anos assim, e sem muita expectativa assim, sabe? [...] a gente está trabalhando assim, num horizonte de 5-7 anos, também. Então, tu vai gastar agora 100, mas daqui a 5-7 anos, eu acho que a tendência é uma parte tu vai recuperar, uma parte vai perder.”* (Investidor D).

Com relação a *valuation*, os investidores relataram que neste estágio também é um critério que aparenta ser difícil de ser calculado devido à falta de informações para dar base, porém muitas vezes utilizam deste critério para mais uma vez analisar o empreendedor, conforme indica o Investidor B: *“Valuation de startup, a gente pede uma projeção financeira, pede para que eles façam um valuation inicial e tal. Mas apenas para ver se eles entendem da lógica financeira de um negócio.”* (Investidor B). E também evidência: *“[...] do ponto de vista de saber quanto que é um valuation típico no estágio de startup, porque o valuation é dado pelo mercado de investimento-anjo. Então, uma média ali de 2 milhões de reais. Pode ser 1 milhão, pode ser 3, mas não vai ser 10. O mercado que define isso. E depois se vai entrar um fundo de capital de risco, um fundo series A, e ele vão avaliar a empresa em 10 milhões.”* (Investidor B).

O Investidor C reforça o caso do estágio inicial da empresa, e que se tornará uma negociação entre investidor e empreendedor: *“Se a empresa é muito nova, não. Aí, é uma negociação de empreendedor com o investidor, ele acha que vale tanto e você acreditar no cara e sei lá, tentar negociar alguma coisa.”* (Investidor C).

O Investidor D, conectou as expectativas futuras de retorno do investimento com o *valuation* e o risco envolvido nesta modalidade: *“[...] Hoje, assim, vou te dizer, tu entrar com menos de 100 mil de capital, eu acho que a empresa não tem potencial, e então, assim, é difícil tu trabalhar com menos que isso. [...] as que a gente entrou a gente fechou 20 por cento, o percentual. Então, o valuation seria no mínimo ali 100 mil em capital, a usar mais 100 mil de estrutura, 200 mil. Nós estamos falando de um valuation de um milhão. Nenhuma vale isso, mas daí é perspectiva futura. (Investidor D).*

O Investidor E reforça que a falta de informações dificulta o *valuation* de uma startup neste estágio de investimento: *“É quase impossível fazer o valuation dar o que não existe. É basicamente o valuation de uma startup que não tem faturamento, não tem nada, ela é basicamente uma relação de mais ou menos de intuição mais a necessidade de capital para os próximos 18 meses para sobreviver. Basicamente é isso. Quando você fala ‘ah, eu vou investir 200 mil reais numa startup’ ou 300 mil reais ou 100 mil reais ou o que for, é basicamente o dinheiro que ela precisa para poder sobreviver nesses primeiros 7-8-12 meses. Então, o valuation vai muito por aí. Vai muito por aí”* (Investidor E).

O Investidor F, sugere também como o Investidor D que existe uma participação que ele busca na empresa e então o empreendedor precisa demonstrar a necessidade do capital: “[...] *Valuation é ‘me prova quanto você precisa de dinheiro e o tamanho da participação que a gente quer padrão’. Então, o valuation é dado ao contrário, cara. No final a gente sofisticada pra caramba, mas no final, me prova que você precisa de 750 e não de 1 milhão. Se o que eu quero é 15 por cento da empresa, e você consegue provar que você precisa de 150, o teu valuation está feito, entendeu? Mas se você conseguir me provar que tu precisa de 1 milhão, o teu valuation está feito, também.*” (Investidor F).

O Investidor G também demonstra que acredita em uma faixa de *valuation* com relação ao papel que quer ter na empresa: “[...] *eu acho que o investidor anjo, ele tem que entrar numa faixa de valuation que o cheque dele vai fazer diferença. [...] Então, eu acho que a questão do valuation, ela está atrelada a quantos por cento quero ter na empresa, que está atrelado a quanto de papel que tu quer ter na companhia. Então por isso que eu acho que o range ideal de valuation para investidor anjo que vá fazer investimentos mais robustos é de... sei lá, 2,5 a 7,5 (milhões), assim, grosseiramente. Pode ser um pouco mais, pode ser um pouco menos, mas vai estar nessa faixa, assim 2,5 a 5,0 (milhões) talvez, o mais típico, assim.*” (Investidor G).

O Investidor H também evidencia que é uma relação com a negociação com o empreendedor: “[...] *basicamente você está olhando para um valor que o cara está te pedindo para fazer algumas ações e isso em troca de um percentual básico, um X por cento da empresa, do qual ele deu um valuation tal.*” (Investidor H).

Por fim neste critério, percebe-se que devido ao risco envolvido no investimento anjo, alguns investidores tem uma visão de quando vai ser o retorno do investimento, porém ainda consideram uma visão com pouca expectativa. Por outro lado, o *valuation* sugere que o investidor busca por um percentual na empresa e demonstra que há uma faixa de *valuation* no qual faz sentido o IA investir no negócio.

4.1.4.8. Critério Liquidez

Este critério tem como objetivo analisar as possibilidades de eventos de liquidez, ou pontos em que o investidor avista possibilidades de *exits*. Como demonstrado por alguns investidores em alguns critérios anteriores, a falta de

informação muitas vezes os leva a pensar em alguns anos para este evento acontecer, porém tem plena ciência de que terá que ocorrer uma saída, como enfatiza o Investidor A: “[...] A questão é, tem que ter um evento. Se não tiver um evento de saída, não tem ROI nenhum. É difícil então, isso é muito difícil de prever. Até porque é um processo de – como eu te falei – de cinco a dez anos, 5-7-8-9-10 anos pode levar. Ainda.” (Investidor A).

O Investidor D informa que acompanha as startups investidas para poder ter indicações de possíveis *exits*, apesar da baixa expectativa, acredita que está investindo em uma equipe de empreendedores com um produto: “[...] liquidez cinco anos. Então não tem liquidez, não é? Não tem. Tem uma expectativa. E pode, e tu vai estar como investidor anjo, tem que estar em cima ali para que a coisa aconteça porque é fácil de não acontecer, também, mesmo a 5-7 anos. Não tem certeza de nada, o mercado muda muito rápido. Mas, se a equipe é boa e o produto é bom, tu vai, tu vai mexendo conforme o mercado, também.” (Investidor D).

O Investidor F afirma, como outros investidores, que entende que terá um evento de saída, e informa que segue uma estratégia de buscar a saída em um tempo menor: “[...] eu preciso ter um negócio que vá permitir um retorno, uma saída [...] eu gosto da ideia de sair cedo. Não precisa ficar dez anos carregando papel. [...] a curva de geração de riqueza, ela depois de um certo momento, ela não faz diferença. É melhor sair rápido, ou em bom português, é mais fácil sair por 20 milhões do que sair por 200. Tem pouquíssimas saídas de 200, mas muitas de 20. Então, você consegue rapidamente chegar a 20, mas chegar de 20 a 200 é muito improvável e demora muito tempo. Então, é melhor entrar, ficar 3-4-5 anos e sair... porque o mercado comprador é muito maior nesse momento. Quanto maior você ficar, mais improvável a tua saída e mais difícil é a tua saída” (Investidor F).

Complementa também que quando as startups conseguem explorar mercados internacionais, pode-se aumentar as possibilidades de maiores ganhos com *exits*: “[...] especialmente porque a gente investe para ter saída, não é? E estar internacional multiplica, exponencia as possibilidades de saída. É, claro. O internacional, a perna internacional exponencia a possibilidade.” (Investidor F).

O Investidor H informa que após analisar alguns outros critérios, procura observar as possibilidades de saída: “[...] a gente só olha investimento de liquidez depois que a gente já passou os primeiros estágios. Entendeu? Já gostei do empreendedor, já gostei do problema, já gostei do produto, já vi que o dinheiro está dentro do esperado, já analisei mercado. Cara, lá, aí assim, ‘está bom, esse negócio é bom. Então vamos ver como é que a gente sai depois’ [...] Então, o cara vai pensar numa saída, mas ele vai olhar isso depois que ele já está convencido que a ideia do negócio é boa.” (Investidor H).

Assim, em análise, percebe-se que os investidores anjo sabem que em um momento terão que realizar sua saída e buscar o retorno do investimento, apesar do risco e da baixa expectativa, entendem que este evento deve acontecer e que outros critérios auxiliarão na sua análise.

4.1.5. Categoria Investimento

A categoria Investimento possui critérios que auxiliam o investidor anjo a analisar a proposta de investimento em si, são eles: Características do Time, Fit com o empreendedor, Fit com o Negócio, Localização, Origem da Indicação, Co-investimento e Papel do Investidor. Após a análise de outras categorias, neste momento o investidor procura relacionar características do time gestor, o papel que pode exercer na startup com sua experiência e conexões, além de verificar opções de investir em conjunto com outros anjos para diminuir seus riscos.

4.1.5.1. Análise da Categoria Investimento

A categoria demonstrou diversos critérios que vão desde a composição do time do negócio até as possibilidades de investir com outros anjos. Percebeu-se a partir das falas dos investidores, que a formação do time, a origem da indicação e o papel que o investidor conseguirá exercer são critérios considerados importantes na hora da análise. A Tabela 6 demonstra os critérios apontados pelos investidores da categoria investimento.

Tabela 6 - Critérios utilizados por IAs da categoria Investimento

Categoria	Critérios de decisão	Investidor A	Investidor B	Investidor C	Investidor D	Investidor E	Investidor F	Investidor G	Investidor H
Investimento	Características do time	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Empreendedor fit	✓	✓	x	✓	✓	✓	✓	x
	Negócio fit	✓	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Localização	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Origem da indicação	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Co-investimento	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Papel do Investidor	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: Dados primários (2017).

Alguns dos critérios demonstraram-se utilizados para exclusões da oportunidade de investimento, conforme comentado pelo Investidor G quando sente um desalinhamento de valores entre ele e o empreendedor. É possível identificar ainda, conectando o critério localização e papel do investidor, que os investidores anjos consideram-se ativos no desenvolvimento do negócio, e neste sentido colabora com relatos dos investidores, que não é só o recurso financeiro e também o capital intelectual que os anjos aportam.

4.1.5.2. Critério Características do time

Este critério, auxilia o investidor a analisar o time que o empreendedor construiu para desenvolver o negócio. Todos os investidores desta pesquisa mencionaram que analisar o time é uma etapa importante em conjunto com a análise do empreendedor, conforme indica o Investidor G: “[...] o time é sempre importante” (Investidor G).

O Investidor A informa que acredita aumentar muito o risco em investidor em negócios só com um empreendedor e que também analisa o como o empreendedor tem boas conexões para encontrar novos colaboradores: “Sem dúvida. Sem dúvida. Hoje não dá para você... não é que não dá, mas, aumenta o risco você investir numa empresa que tem um empreendedor só. Então, o ideal é que se tenham dois ou três de preferência. [...] a rede de conexão do empreendedor, ela é fundamental porque

sem conexão boa, ele não vai conseguir achar gente boa. E gente que eu digo é tudo, é equipe, e também investidores.” (Investidor A).

O Investidor B também menciona que busca oportunidades com mais de um empreendedor envolvido e com um time complementar: *“[...] o time empreendedor é um grande ponto de análise que a gente avalia. Tentamos fugir de empreendedores solitários, já existem benchmarks na indústria que mostram que as empresas que decolam geralmente têm três sócios [...]. Essa equipe idealmente é uma equipe complementar do ponto de vista de habilidades profissionais, então você tem cara de mercado, cara de produto, outro de marketing, por exemplo, ou de finanças.”* (Investidor B).

Assim como o Investidor C analisa a complementariedade do time dependendo do estágio em que a startup se encontra: *“É que assim, quando você entra numa empresa dependendo do estágio da empresa, você pode entrar numa empresa onde ela está num estágio um pouco mais avançado, aí você vai achar um cara de vendas, você vai deixar o cara de customer success (sucesso do cliente), você vai ter um cara, mesmo coordenador financeiro, quem faz o financeiro da empresa, o CEO, aí você até busca essas características no time. Agora se você está num momento muito embrionário, você tem que achar essas características em uma... duas pessoas, no máximo. Então, vamos imaginar, você precisa ter um cara, eu diria assim, de negócio, de gestão, e um técnico. Eu acho que essa combinação para mim é show.”* (Investidor C).

O Investidor D também enfatiza que não investe em um só empreendedor, e que busca analisar como a startup tem uma equipe multidisciplinar: *“E assim, sempre equipe, uma equipe multidisciplinar, então, no mínimo dois sócios de preferência até mais, então sozinho, a gente não investe só numa pessoa [...]. É uma equipe e é o essencial, na verdade, porque assim, o produto, tu pode até alterar, agora a equipe que é o principal na verdade.”* (Investidor D).

O Investidor E menciona algumas características do time que busca perceber além de falar da determinação e comprometimento: *“Olha, a gente pode falar várias características de time. A gente pode falar que... flexibilidade, agressividade ou sei lá o que ou... pro atividade, uma série dessas atividades. E eu acho que uma*

característica que é bastante importante é o 24 por 7 do cara. Quanto que ele fica ligado o tempo inteiro na ideia dele, no projeto dele pelo menos nos primeiros dois anos” (Investidor E).

O Investidor F também enfatiza um time complementar: “[...] então, o bonito é ter gente, complementar, dois, três caras, cada um numa área.” (Investidor F). Assim como o Investidor G também comenta das características do time: “Pô! O time é complementar, o time tem uma experiência, o time conhece, às vezes tu está entrando em um negócio, o cara tem que ter alguém que conheça tecnicamente aquele negócio e tal.” (Investidor G).

O Investidor H enfatiza a importância do time em relação ao problema que está buscando solucionar com o negócio: “Ah, cara, a gente olha, com certeza o time, não só o empreendedor como é que ele está construindo isso. O olhar é sempre do seguinte: onde é que está o core business desse negócio e com quem está? Então, às vezes tu olha que o cara tem um time de gente legal, mas o segredo do negócio está terceirizado com alguma fábrica que está produzindo software. Esse cara tem alguma coisa errada. Tem que olhar se as competências para resolver o problema estão dentro da empresa [...]” (Investidor H).

A partir dos comentários dos investidores, percebe-se que o time é um critério de análise, a complementariedade dos empreendedores e das pessoas que estão colaborando no projeto tem um fator importante na oportunidade de investir na startup.

4.1.5.3. Critério Fit com Empreendedor

Este critério busca auxiliar o investidor na análise ao se conectar com o empreendedor, ou seja, quando o investidor percebe que o empreendedor é uma pessoa com quem poderá ter uma boa relação de trabalho. Dado que, conforme apontado, espera que se relacionará com o empreendedor por alguns anos e neste sentido precisam estar conectados. Conforme enfatiza o Investidor A: “É um elemento um pouco menos tangível, mas às vezes combina: ‘pô. Gostei desse perfil, gostei da batida que esse cara dá, gostei da história desse cara, gostei da forma como ele enxerga o mercado, da forma com ele pretende fazer acontecer, da forma com que ele trata os clientes, trata a equipe, trata as pessoas. Esse cara tem chance, esse cara

é um articulador, esse cara é um conector.’ Ele consegue fazer as pessoas acreditarem nele, sabe? Então isso também ajuda [...] (Investidor A).

O Investidor B também analisa a relação que pode desenvolver com o empreendedor e alerta que pode ser um critério que inviabiliza o investimento: “[...] *O que a gente tenta fazer é talvez levantar algumas perguntas para que essa tomada de decisão seja mais assertiva. Mas exatamente o relacionamento empreendedor-investidor ali inicialmente faz muita diferença. Quando a gente já percebe, eu pelo menos, quando... mas eu acho que a maioria dos investidores que percebem que o empreendedor, ele tem algumas características de personalidade que são mais difíceis de lidar, eu acho que alguns até evitam o investimento.*” (Investidor B).

O Investidor D indica que vai tentando construir uma conexão com o empreendedor: “*As coisas vão acontecendo, tu vai conhecendo o empreendedor, vai conversando e o negócio... por isso que eu digo, aí, quando a equipe é boa, quando o produto é interessante, quando tu vê, tu está dentro do negócio, mesmo tu achando ‘ah, eu não investiria nisso’, ou na primeira reunião ‘ah, não gostei’, tem problema, ‘tem alguns problemas dos sócios e tal’. [...] Agora, quando tem um ‘feeling’, quando algum dos sócios tem um ‘feeling’ assim, que não, não vai, aí não investe.*” (Investidor D).

O Investidor E cita um teste de um grande nome do Vale do Silício para explicar o como avalia a conexão com o empreendedor: “[...] *É, você precisa gostar muito do cara. Eu faço muito uma coisa que o Guy Kawasaki chama de teste de shopping center. Se você estiver andando no shopping center com a sua namorada, a sua esposa, aí vem aquele empreendedor vindo na sua direção. Se você tiver o impulso de desviar do caminho ou você estiver no impulso de ‘vou passar. Se o cara me cumprimentar eu cumprimento ele’, esses dois impulsos não são bons indicativos de que você está gostando do cara. Agora, se você tiver impulso de falar para a esposa, assim, ‘olha, aquele cara é um empreendedor que eu estou conversando, é super legal, deixa eu te apresentar ele’, então você está entusiasmado com o cara. É o teste de shopping center. Então, eu gosto de estar entusiasmado, gosto de falar: ‘puxa, eu conversei com um cara super legal hoje’, ‘bacana, é bom’, eu gosto de ter esse entusiasmo pelo empreendedor.*” (Investidor E).

O Investidor F aponta que apesar das diferenças entre sócios e o investidor é um ponto de análise e que não vê diversidade como um problema: *“Cara, conta porque nós vamos lidar com gente. Mas eu não estou buscando gente para ser meu amigo, entendeu? Eu acho que dá para você mentorar, apoiar sem ter que ser gente que... não precisa ser um cara que vai ser, tem que ter certa empatia, tal coisa. [...] eu acho que você não pode ter uma expectativa de ‘vou achar pessoas perfeitas e etc.’ então, cara, é gente com suas limitações e suas ambições e com suas diferenças. Então, tem cara, cada um de seu estilo, uns mais introvertidos, uns mais extrovertidos, gente que comunica melhor, gente que comunica pior. Mas, eu acho que talvez por ter participação, um monte de sócios, você começa a respeitar mais a diversidade. Não é o sócio que vou trabalhar 24 horas por dia do meu lado, sabe? Então, o fato de ser diferente, diverso, não acho que é um problema, assim.”* (Investidor F).

O Investidor G comenta que pode ser um critério que o faz desistir do investimento: *“Exatamente. É outro critério de corte, assim, cara, é se tu sente qualquer... qualquer sinal de desalinhamento de valores”* (Investidor G).

A partir dos relatos dos investidores, percebe-se que essa conexão com o empreendedor pode ser um ponto de decisão ao investir ou não na startup. Apesar de ser pouco tangível, como comentado por alguns investidores, eles ainda observam com um pouco de intuição este critério.

4.1.5.4. Critério Fit com o Negócio

Neste critério foi questionado ao investidor se, ao analisar a oportunidade de investimento, o negócio tem conexão com suas áreas de atuação ou de interesse. Neste sentido, o critério também se conecta com o papel que o investidor pode realizar na startup, que será abordado nas próximas seções.

O Investidor A mencionou que acaba concentrando seus investimentos nas áreas que detêm experiência e ainda complementa que o IA ainda tem que contribuir com sua experiência, além do dinheiro: *“[...] familiaridade com a indústria que você construiu carreira ajuda muito. E eu tenho me concentrado aí. [...] Mas tem o fit, não é só o cara que tem dinheiro. O cara que tem dinheiro e vem encher o saco, também não serve, entendeu? O cara tem que vir tentar contribuir.”* (Investidor A).

Complementa ainda que muitas vezes também investe por motivos de propósito ou de solucionar um problema que também o incomoda: “[...] *As pessoas que também investem por propósito, por causa, elas gostam daquilo, elas gostariam de trabalhar naquilo, elas gostariam de fazer parte daquilo, elas gostariam que aquilo resolvesse um problema que também incomoda elas e que faz sentido.*” (Investidor A).

O Investidor C também informa que acaba realizando investimentos na área em que tem sua carreira: “*Então, eu gosto de investir em empresas de tecnologia. E de preferência empresas de software, porque assim, esse é o meu mundo, eu vivo software desde 1987. Então, eu conheço e eu, além de conhecer, eu gosto, eu sei que eu consigo dar pitaco nesse assunto, entendeu?*” (Investidor C).

O Investidor C comentando sobre um de seus casos de investimento, os dados capazes de identificar foram resguardados, evidenciou: “[...] *A Startup XZ, é um mercado que a gente já conhecia porque como eu já trabalhei na Empresa Y.*” (Investidor C).

Assim como o Investidor E que geralmente investe em startups de software pois tem facilidade e experiência com a área: “*Para mim geralmente software. Software para mim, é uma coisa que os drivers são muito fáceis para eu entender.*” (Investidor E). O Investidor F comentou, ainda falando de mercado e produto que prefere soluções B2B (business-to-business), e confirmou quando foi questionado pelo pesquisador: “*É. Só isso. É crucial, ah, crucial. Não tem nem o que falar.*” (Investidor F).

O Investidor G também comenta que observa este critério quando de avalia uma oportunidade de investimento e complementa com um retorno pessoal que tem ao investir em algumas startups conectando com seu papel como investidor: “*Eu via de regra, eu invisto em negócios que eu entendo o produto. [...]. Assim, eu tenho um bom conjunto das start-ups que eu invisto e que eu tenho algum papel de apoio a elas e aí assim, isso tem um lado de retorno pessoal, de ‘po, é bacana’.*” (Investidor G).

O Investidor H também comentou que prefere investir na indústria com que construiu sua carreira profissional: “*Mas uma característica básica é que os investidores-anjos, eles preferem investir em negócios que são da sua indústria. A*

minha área é consultoria em educação e então eu tenho uma tendência a me sentir mais confortável estudando e investindo em negócios que envolvem educação, ou próximo disso, entendeu?” (Investidor H).

Com os apontamentos dados pelos investidores a este critério, percebe-se que também analisam como no investimento podem ter uma conexão com o negócio com base nas suas experiências de carreira profissional, o que pode colaborar também com o papel que poderão exercer na startup como investidores.

4.1.5.5. Critério Localização

Este critério permite ao investidor, que normalmente pretende estar mais próximo as startups investidas, demonstrar seu interesse quanto a localização do negócio. A maioria dos investidores comentou que gosta de ter uma certa proximidade, para que possam exercer seu papel como investidor e acompanhar a startup e os empreendedores durante o desenvolvimento do negócio.

O Investidor A comenta que utiliza de meios digitais de comunicação, mas também eventualmente encontros presenciais: *“[...] eu acho que a regionalidade para um país como o Brasil, ela acaba sendo importante. Mas eu acho que não é fator decisivo. Hoje a comunicação, ela te permite trabalhar a distância, fazer reuniões a distância, mas vai exigir eventualmente alguma agenda presencial. [...] Então, eu acho que ela é importante, a regionalidade. Mas ela não... não seria única e exclusivamente, não seria o fator decisivo.”* (Investidor A).

O Investidor B comenta que atualmente os investimentos com anjos tem sido em conjunto com outros investidores, e neste sentido esperam que um dos investidores esteja próximo ao negócio: *“Então... Hoje em dia os investidores, eles investem cada vez mais em times. Então, ou seja, cinco investidores investir numa mesma start-up, realmente a gente quer que pelo menos um desses investidores será próximo ao negócio. Ou seja, a gente tem investidor que eventualmente está em Porto Alegre, a empresa está em Porto Alegre, ou em alguma outra cidade de Santa Catarina, eventualmente até São Paulo, mas que o investidor líder naquela rodada de investimentos seja um investidor que seja próximo ao negócio. Isso faz diferença, sim.”* (Investidor B).

O Investidor C também usa a regionalidade como critério para seus investimentos, evidenciando: *“Eu gosto de estar mais próximo, mas eu não tenho restrição, não. Eu não sei se entraria como anjo, como investidor num negócio no nordeste porque é muito longe. Mas eu acho que sudeste e sul para mim poderia ser um bom, se a gente quiser colocar uma área geográfica, seria sudeste e sul.”* (Investidor C).

O Investidor D informa que um dos requisitos do investimento atualmente é que esteja próximo: *“Hoje seria um dos requisitos estar próximo. Que a ideia nossa é justamente estar no mesmo local, porque aí você consegue estar mais junto. Então, hoje eu não teria problema investir numa empresa de fora, mas desde que ela viesse para cá.”* (Investidor D).

O Investidor E informa que pode realizar investimentos em locais com que ele teria facilidade de exercer seu papel na empresa, e evidência seu critério de análise: *“Nada que eu não possa chegar em uma hora de avião, no máximo. Então, você pode imaginar que é São Paulo, Minas, Florianópolis, Paraná, Rio Grande do Sul e eventualmente isso. O que interessa é essa região. Porque o investidor-anjo é muito ativo, ele tem que entrar em muitas coisas. Então, ele não pode se dar ao luxo de aparecer lá uma vez por mês.”* (Investidor E).

O Investidor F também demonstra interesse em estar próximo, informando: *“Tem que ser próximo. Não tem conversa. Uma hora de distância, no máximo. Dá, tem que ir ao vivo lá [...] Mas tem que ser próximo, cara. Esse negócio é... esse negócio é de ajudar pessoas a se desenvolverem. Então, não adianta.”* (Investidor F).

O Investidor G também comenta que com o auxílio de tecnologia o critério localização é facilitado, porém ainda prefere investir em negócios que estão em locais com que possa estar com frequência: *“Tem que estar... cara, hoje em dia, com a tecnologia, facilita a vida, está muito mais fácil, certo? [...] No Brasil, eu invisto em especial em Santa Catarina e São Paulo porque são mercados que eu estou presente com frequência. Ah, agora eu estou investindo em empresa de Porto Alegre, cara, eu consigo fazer Skype com eles toda hora, tenho facilidade de comunicação, eles... eu encontro eles em São Paulo com frequência. Então, eu acho que não é um... hoje em*

dia, com a comunicação, assim, não é um super dealbreaker mas é uma coisa importante.” (Investidor G).

Por sua vez, o Investidor H informa que para ele não é um critério que o limita na análise do investimento: *“Hoje em dia isso não é uma limitação, porque hoje em dia você pode fazer skypes e outras ferramentas de comunicação. Então, eu te diria que para mim não há nenhum problema de estar distante.”* (Investidor H).

Conforme relatos dos investidores entrevistados, percebe-se que o auxílio das tecnologias para a comunicação atualmente facilita o acompanhamento das suas startups investidas, entretanto, preferem estar próximos para que possam ter encontros presenciais com os empreendedores.

4.1.5.6. Critério Origem da Indicação

O critério Origem da Indicação tem como objetivo verificar se a oportunidade de investimento chegou por meio da rede de contatos do investidor. Neste caso todos os investidores informaram que muitas das oportunidades chegam por sua rede de contatos, muitas vezes de outros investidores anjos ou até fundos de VC. O Investidor A comenta: *“Então, à medida que você começa a participar do ecossistema que você começa a aparecer, as oportunidades chegam. Então, mas é muito por indicação, por indicação que move hoje.”* (Investidor A).

O Investidor B evidencia a importância do bom relacionamento para as propostas que surgem por meio de sua rede: *“Então, se a gente observa bem, lógico que tem alguma empresa que é indicada por um investidor, da rede ou de outra rede ou de alguma pessoa do mercado de investimentos é uma empresa que eu vou dar uma especial atenção, não cai na vala comum, digamos assim. Então o bom relacionamento, as indicações, elas têm muito valor no nosso mercado, sim.”* (Investidor B).

O Investidor C também considera importante esta indicação: *“Com certeza, se alguém indicar, do meu círculo de confiança e principalmente cara que entende de negócio, eu vou escutar o cara. Pode ter certeza. Para mim é muito importante. Muito importante.”* (Investidor C). O Investidor D comenta que também considera importante e demonstra como em alguns casos, com informações resguardadas para sigilo do empreendedor, este critério foi utilizado tanto para realizar investimentos quanto por

sair de uma negociação: *“Eu acho que sempre ajuda. O interessante é a rede. Vou dar um exemplo. Teve uma empresa, eu sou... mentor em um programa de startups. E aí surgiu uma empresa interessante, e eu indiquei para um amigo investidor, empresa de Florianópolis. E aí ele já conhecia o empreendedor. E eu até achei interessante, mas ele já... acendeu algumas luzes amarelas: ‘olha, esse cara não é tudo que fala’, e aí tu vai segurando, certo? Então, é um mercado pequeno se tu pensar. É muito pequeno, não é? São poucas pessoas que trabalham nisso. E a indicação, tanto... e eu tive um outro caso interessante que foi assim. Um empreendedor que a gente conversou bastante, estava evoluindo a ideia, acabou saindo de uma outra sociedade e um dos sócios que é um empresário bem conhecido aqui da região me ligou para fazer a caveira do empreendedor. Então, tu vê como a indicação é para o lado bom e para o lado ruim, também. Então hoje já acendeu a luz amarela, provavelmente não invista nessa pessoa...”* (Investidor D).

Para o Investidor E também é um critério utilizado nas suas análises: *“Ah, sim. Claro. Quando você recebe uma indicação de uma pessoa que você confia e respeita a coisa tem um peso muito importante. Peso muito importante. Se chega para uma pessoa que já deu uma... primeiro, uma pessoa, se ela passou para me indicar é porque já viu, ela já fez alguma análise. E se vem de uma pessoa que a gente gosta e confia, e que tem um histórico de sucesso, mais ainda. [...]porque a pessoa tem uma credibilidade”* (Investidor E).

O Investidor F por sua vez informou que sua rede de contatos é bastante utilizada pois participa ativamente em iniciativas no ecossistema onde atua, e desta forma consegue receber e avaliar diversas propostas citando o termo *deal flow* (fluxo de propostas), os dados que possam identificar o investidor foram resguardados: *“Claro. E eu tenho uma posição ótima de deal flow [...] me gera um deal flow único.”* (Investidor F).

O Investidor G também considera o critério muito importante na análise de uma oportunidade de investimento e exemplifica com uma indicação de um VC: *“Especialmente se vier um cara, por acaso eu estava mandando agora, enquanto tu falou, eu estava respondendo uma mensagem de um café que eu vou tomar amanhã. Veio, o cara veio recomendado por um VC que eu gosto para caramba e o cara está num estágio anterior ao VC e o VC gosta de mim e está recomendando para mim. E*

está recomendando. Pô. Cara, assim, esse cara sai a três passos na frente de um cara que manda mensagem para mim no LinkedIn ou um pitch que eu vejo numa... num evento qualquer.” (Investidor G).

O Investidor H também informou que a partir do momento que começou atuar como investidor anjo começou receber algumas indicações de sua rede: *“Ah, cara, sempre tem, entendeu? Sempre surge sabendo que eu sou um investidor, as pessoas sempre pedem, indicam. Cara, às vezes uma empresa está ‘ah, vou te indicar uma empresa para ver’, isso é normal. A partir do momento que você é um investidor-anjo, isso aparece e isso ajuda também a olhar.”* (Investidor H).

Como análise conclusiva deste critério, percebe-se pelas respostas dos entrevistados que caso a oportunidade de investimento chegue por alguma pessoa de sua rede de contatos, pode colaborar bastante em sua análise. Neste sentido, como demonstrado por McClelland (1972) nas características do comportamento empreendedor, a persuasão e rede de contatos é importante para que o empreendedor, que está captando recursos de investidores anjos, possa estar conectados com pessoas que conseguirão indica-los para potenciais investidores.

4.1.5.7. Critério Co-investimento

Neste critério o investidor anjo analisa as possibilidades de realizar o investimento em conjunto com outros investidores. É importante mencionar que durante as entrevistas o Investidor B informou que no Brasil o termo “co-investimento” normalmente refere-se no investimento realizado por Redes de Anjos em conjunto com Fundos de VC ou Redes de Anjos e Aceleradoras, e que no Brasil utilizam o Investimento em Rede: *“Geralmente co-investimento é uma expressão mais utilizada para investimentos entre fundos de anjos, desculpa, rede de anjos e fundos, rede de anjo e aceleradoras, organizações diferentes. Entre anjos mais de um anjo, 3-4-5 investidores anjo, a gente não usa muito esse termo de co-investimento, não”* (Investidor B).

Desta forma, durante a entrevista nesta questão também foi levantado pelo pesquisador outros termos como investir em rede com outros anjos. Neste sentido, os investidores anjos entrevistados também comentaram que é um critério interessante de ser analisado devido a diluição do risco entre outros investidores, conforme aponta

o Investidor A: *“É... O ideal é que se faça o co-investimento, até para você dividir o risco. Então se por exemplo, o cara precisa de 100 mil, de repente dá para dividir isso em duas com as de 100, trazer dois investidores de 50. Isso ajuda. Entendeu? Se é de 200, pode ser dois de 100 ou 150, três de 50. 300, três de 100. Isso é bom compartilhar. De novo, assim como faz bem para o negócio ter dois ou três sócios, faz bem para o negócio ter dois ou três anjos, entendeu?”* (Investidor A).

O Investidor B ainda evidencia ainda como outros investidores podem trazer ainda mais experiência e colaboração: *“Mas a lógica de investir em grupo é você diminuir o risco, você tem outros investidores que são tão ou mais experientes que você, em alguns assuntos específicos que a empresa vai precisar de apoio, o forte do investidor-anjo é o capital intelectual. Então, quanto mais investidores dentro de um limite que seja gerenciável, eu acho bastante positivo. E a lógica, é a lógica da diversificação para reduzir o risco.”* (Investidor B).

O Investidor C comentou também que considera um critério interessante e ainda citou um caso de um investimento: *“Na Startup XYZ foi o caso, porque quando o Empreendedor Z e o Empreendedor Y me procuraram, eles pediram o tamanho de um cheque X e ofereceram para mim. E eu trouxe mais duas pessoas comigo, [...], eu chamei os dois para fazer uma coparticipação comigo, e os empreendedores aceitaram e eles investiram comigo. Até no sentido mesmo de... diminuíram tamanho do meu cheque, compartilhar risco e entendia que eram pessoas que podiam agregar para o business”* (Investidor C).

O Investidor D por sua vez informou que os investimentos que fez até hoje foi em conjunto com outros investidores locais, mas que já vislumbrou outras oportunidades com estes critérios: *“[...] o que está abrindo com a RIA é fazer investimento em outras empresas, mas desde que tenha alguém que está acompanhando também, porque esse é o problema do investidor anjo. Se não tem alguém que está acompanhando, é complicado. É bem complicado. Hoje a gente não fez nenhum co-investimento e não investiu em nenhuma empresa longe daqui.”* (Investidor D).

O Investidor E diz que é interessante e recomenda que novos investidores utilizem desta possibilidade: *“É sempre bom um investimento junto. Para quem é anjo*

muito recente, é quase obrigatório, recomendável que o cara faça investimento junto com outros caras mais experientes. Você.. vai diluir risco, aumenta a chance de você ter conhecimento de experiências e rede de relacionamento que somam. Então, todo mundo que me fala, eu falo claramente isso, é muito bom que as pessoas façam investimento uma... duas, três pessoas de investimento anjo.” (Investidor E).

O Investidor F também comentou e cita um caso recente em que convidou outros investidores para colaborar com o investimento: *“É. Esse caso agora que eu te falei da Startup ZX, fizemos um grupo com 10 investidores, trouxe mais nove para investir comigo, eu acho que é um baita modelo, sim. Bom para todo mundo.” (Investidor F).*

O Investidor G informa que é um critério que utiliza na análise, principalmente quando ele convida outros investidores para fazer parte do investimento: *“[...] eu estou trazendo outros investidores, eu vou olhar com muito mais profundidade porque eu tenho uma responsabilidade perante os demais, estou trazendo um conjunto de cheques maior para a mesa.” (Investidor G).*

O Investidor H também comenta sobre a utilização desse critério e como é importante também em relação a trazer investidores com conhecimento sobre a área do negócio: *“[...] um investimento de 10 até 30 mil reais, por projeto. Então, se uma startup precisa de 300 mil, cara, no mínimo vai ter dez investidores. Às vezes podem ter 20 investidores, 30 investidores. [...] Quando eles estão investindo em algum negócio que não é da área de origem deles, eles estão investindo porque eles estão indo junto com outro investidor-anjo no qual eles têm parceria, é por conta disso, ele vai mais no ‘feeling’ do outro cara.” (Investidor H).*

Conforme exposto pelos investidores percebe-se que o critério de co-investimento, ou investimento com outros investidores anjos, torna-se muito atrativo pela possibilidade de redução de risco, diminuição do valor do investimento e ainda do como outros investidores, com diferentes experiências e conhecimentos, podem colaborar com o negócio.

4.1.5.8. Critério Papel do Investidor

Este critério tem como objetivo analisar o papel que o investidor pode fazer naquela startup, ou seja, quanto ao investimento de recursos financeiros e também o investimento em capital intelectual.

Este ponto, de colaborar com o negócio não só com o dinheiro, foi bastante evidenciado pelos investidores como sendo fundamental para sua análise, principalmente quando vai estar mais próximo da startup. O Investidor A comentou sobre este critério: “[...] *Porque você não consegue agregar, você não tem acesso. Então por exemplo turismo, é difícil. Se você não é da indústria, você vai ter que ter gente da indústria, porque você não vai conseguir um bom network se você não tem domínio do mercado. [...] mas eu quero um cara que venha me ajudar a abrir uma porta, somar em alguma coisa, me um dar uma ideia, me dar uma ajuda, [...] se sentir uma incentivadora, uma contribuidora daquilo*” (Investidor A).

O Investidor B também comenta sobre o papel relacionado ao capital intelectual do investidor, também conhecido como *smart-money*: “*É outra coisa que eu acho extremamente relevante é que o investidor-anjo, o forte do investimento-anjo é o capital intelectual. Então quando a gente fala que é o investidor, ou um grupo de investidores vai investir 200 mil no negócio, está colocando 200 mil num aporte de 200 mil reais, esse é o aporte financeiro. Mas, o aporte intelectual que aquele grupo pode dar para o negócio, se medido, quantificadas as horas e valoradas essas horas desses investidores, se a gente vê que o investimento é muito maior do que o investimento financeiro.*” (Investidor B).

O Investidor C comenta que dependendo da quantidade de recurso financeiro que investe, exerce papel maior ou menor na startup: “*É assim, eu me envolvo mais dependendo do tamanho do cheque, entendeu? Se o cheque é maior, eu me envolvo mais. Se meu cheque é menor eu me envolvo menos. O meu risco daí é menor, e eu não preciso estar tão perto.*” (Investidor C).

O Investidor D informa ainda que diversos empreendedores já vieram procurá-lo mais por recursos de capital intelectual do que capital financeiro: “*É. Eu acho que esse... o interessante é que vários empreendedores da região estão vindo procurar a gente justamente por isso, sabe? Smart-money mesmo. Então eles veem que tem*

diferencial, que está junto, porque inclusive, eu, eu ajudo bastante. [...] Então ajuda muito no produto, no modelo de negócio, então, eu acho que assim, o que a gente ajuda muito, os empreendedores. E ajuda a preparar a se tornar uma empresa mais profissional, também.” (Investidor D).

O Investidor E comenta sobre este critério que no estágio inicial de uma startup é onde pode exercer um papel importante: “[...] *Exato, a gente consegue agregar muito mais valor. É um ponto forte. Se eu olhar uma startup numa área de energia solar ou na área de genética, por exemplo, eu posso adorar. Mas a condição de eu poder ajudar, não sei como posso ajudar. Se não fosse uma startup, se fosse uma empresa, aí eu podia dizer que eu posso ajudar na parte de máquina de vendas e governança, uma série de... gerenciamento financeiro que são coisas inerentes às empresas. Agora, quando ela está no começo, aí é difícil você estar numa situação que você não consegue ajudar.” (Investidor E).*

O Investidor F informa que se não está em uma área com que ele pode auxiliar além do recurso financeiro, não fecharia investimento: “*Sim, claro. Se... senão, não faz sentido. Se tiver num negócio, numa área que você não conhece, não tem interesse, não gosta e... entendeu? Tu nem deveria entrar num negócio desses, não é?” (Investidor F).*

O Investidor G evidencia que teve alguns de seus investimentos que permitiram diferenciação na negociação por conta do papel que poderia exercer: “[...] *eu tenho várias startups que eu entrei com uma condição diferenciada porque eu efetivamente vou ajudar na startup. Então, conta.” (Investidor G).*

O Investidor H também comenta que ao analisar uma oportunidade de investimento o papel que ele pode exercer ajuda na tomada de decisão: “*Ajuda, sim. Ajuda sim.” (Investidor H)*

Em relação ao papel que o investidor poderá exercer na startup tem um fator importante na decisão de investir. Percebeu-se que, como já comentado previamente, os investidores gostam de estar próximos dos empreendedores, auxiliando e contribuindo com o desenvolvimento dos negócios com base em suas experiências e rede de contatos.

4.2. Análise dos resultados encontrados

Para discutir os resultados que foram encontrados, optou-se inicialmente por demonstrar a quantidade de menções que a categoria teve, o que colabora com o destaque demonstrado a cada uma pelos investidores.

A partir da criação das redes entre categorias e seus critérios o software ATLAS.ti informou que as categorias Empreendedor e Investimento tiveram a maior quantidade de menções entre seus critérios conforme números da Tabela 7.

É possível verificar que a categoria Finanças, onde alguns investidores comentaram que acreditam muitas das informações financeiras nesse estágio de captação estarão erradas, porém, reforçam que nesta categoria tentam avaliar como foi a lógica com o que o Empreendedor chegou nos números, colaborando com a importância da análise do Empreendedor. Destaca-se que ainda na categoria Finanças o critério Plano de Negócio foi considerado não importante para alguns investidores, porém a menção ainda está computada.

Tabela 7 - Quantidade de menções por categoria

Categoria	Quantidade de Critérios	Quantidade de Menções
Empreendedor	7	65
Investimento	8	63
Finanças	8	49
Mercado	7	46
Produto	5	46

Fonte: dados primários (2017).

As categorias Produto e Mercado, tiveram a mesma quantidade de menções. Ainda, destaca-se que alguns investidores comentaram que muitas vezes devido a validações realizadas pelos empreendedores, muitas estratégias são alteradas tanto de Mercado quanto em relação ao Produto. Por outro lado, destaca-se que na categoria Produto, o critério Possibilidade de Proteção, foi considerado não importante para alguns dos investidores.

Para analisar o uso de critérios de cada Investidor, foram apontadas na Tabela 8 as menções de utilização ou não dos critérios para cada categoria. Para o critério Plano de negócios/apresentação, devido as diferenças apontadas pelos investidores, nesta tabela os critérios foram divididos. Conforme relatou-se, alguns investidores não utilizam a ferramenta do plano de negócios, entretanto acreditam que a apresentação

ou pitch, é um ponto que levam em consideração em sua análise. Como mencionou o Investidor G, já apontado anteriormente, o pitch é utilizado por ele como um critério de corte, pois caso o empreendedor não consiga fazer uma boa apresentação, o investidor não acredita que ele será um bom vendedor, por outro lado o mesmo investidor não utiliza a ferramenta do plano de negócios.

Como apontado na bibliografia e pelos investidores, as principais análises tem relação com o empreendedor. Além da categoria Empreendedor ter sido uma das mais mencionadas, percebe-se que na categoria Investimento, que demonstra também critério conectado ao empreendedor e critérios relacionados ao como esse investidor poderá colaborar com a startup, tiveram grande relevância nas análises dos entrevistados.

Tabela 8 - Critérios utilizados pelos entrevistados

Categoria	Critérios de decisão	Investidor A	Investidor B	Investidor C	Investidor D	Investidor E	Investidor F	Investidor G	Investidor H
Produto	Interesse/benefício	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Status	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Possibilidade de Proteção	x	✓	x	x	x	x	x	✓
	Inovação / qualidade	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Mercado	Tamanho do Mercado	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Engajamento dos clientes	✓	x	x	✓	✓	✓	x	x
	Potencial de crescimento	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Fornecimento / Distribuição	x	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Dinâmica do mercado	✓	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Internacionalização	-	-	-	✓	✓	✓	✓	✓
Empreendedor	Experiência na indústria	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Histórico	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Paixão / comprometimento	✓	✓	x	✓	✓	x	✓	✓
	Integridade / confiabilidade	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Conhecimento da Tecnologia	✓	x	✓	✓	✓	✓	x	x
	Coachable	-	✓	x	x	✓	✓	✓	✓
Finanças	Expectativas	✓	✓	✓	✓	x	✓	x	✓
	Rentabilidade / Realismo	x	x	✓	✓	x	x	x	✓
	Capitalização / fluxo de caixa	✓	✓	x	x	x	x	x	✓
	Tamanho do investimento	x	x	✓	✓	✓	✓	✓	x
	Plano de negócios	x	x	✓	x	x	x	x	✓
	Apresentação	✓	✓	x	✓	✓	x	✓	✓

	Fornecimento / Distribuição	x	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Dinâmica do mercado	✓	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Internacionalização	-	-	-	✓	✓	✓	✓	✓
Empreendedor	Experiência na indústria	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Histórico	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Paixão / comprometimento	✓	✓	x	✓	✓	x	✓	✓
	Integridade / confiabilidade	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Conhecimento da Tecnologia	✓	x	✓	✓	✓	✓	✓	x
	<i>Coachable</i>	-	✓	x	x	✓	✓	✓	✓
Finanças	Expectativas	✓	✓	✓	✓	x	✓	x	✓
	Apresentação	✓	✓	x	✓	✓	x	✓	✓
	ROI / <i>valuation</i>	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓	x
Investimento	Características do time	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Empreendedor fit	✓	✓	x	✓	✓	✓	✓	x
	Negócio fit	✓	x	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Localização	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Origem da indicação	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Co-investimento	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Papel do Investidor	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: dados primários (2017).

Os critérios emergentes que surgiram nas entrevistas, *coachable* e Internacionalização, foram mantidos devido a sua menção e posterior utilização apontada por mais de três investidores. Entretanto sugere-se novas pesquisas para buscar mais evidências do uso destes critérios em outras regiões e com outros investidores anjos.

Durante a análise dos dados coletados, destaca-se alguns pontos que podem ser analisados em futuras pesquisas, como por exemplo, a menção do Investidor B com relação ao histórico de falhas do empreendedor:

“[...] Gosto de empreendedores que já faliram pelo menos uma vez, porque parece que aí tem um aprendizado” (Investidor B).

Outro ponto que considerou-se de destaque e de ser possível ponto para futuras pesquisas foram as menções dos Investidores E e F, ao relacionar ao histórico dos empreendedores como a influência familiar. Neste sentido, analisar se caso o empreendedor possui histórico de empreendedorismo na família, poderá ter relação com a capacidade de captação de investimento. Repete-se abaixo trechos dos comentários dos Investidores E e F sobre estes pontos:

“[...] Mas um viés que eu estava vendo que é interessante, que é até curioso a gente comentar. Não é científico, mas é intuitivo, empreendedores que vem de família de empreendedor, que tio ou o pai foi empreendedor, geralmente tem uma consciência muito boa do que é ser empreendedor. Então assim, se o cara já viu o pai dele economizando para poder pagar folha, já viu o pai dele correndo atrás de banco, já viu o pai dele lutando para vender, lutando para criar, então assim, normalmente o cara, ele tem uma sensação muito clara do que é ser empreendedor, da realidade de ser empreendedor” (Investidor E).

“[...] Claro. Eu acho que como qualquer profissional, tentar ver a história, o DNA de empreendedor, outras ações que já fez, a família também, se tem algum histórico empreendedor é importante, um pouco conhecer as histórias. As pessoas não nascem, não vem do nada, então, geralmente tem um histórico familiar, faz sentido entender isso. Isso é importante também.” (Investidor F).

Ainda, destaca-se também do Investidor F e Investidor B, que acreditam que empreendedores solitários tem dificuldades na criação de novos negócios:

“[...] com uma pessoa só, não vai funcionar [...] então, o bonito é ter gente, complementar, dois, três caras, cada um numa área” (Investidor F).

“Tentamos fugir de empreendedores solitários, já existem benchmarks na indústria que mostram que as empresas que decolam geralmente têm três sócios [...]” (Investidor B).

Outro destaque foi mencionado pelo Investidor E, que exemplificou o como é necessário que o IA tenha de certa forma uma visão de forte conexão e entusiasmo com o empreendedor:

“É, você precisa gostar muito do cara. Eu faço muito uma coisa que o Guy Kawasaki chama de teste de shopping center. Se você estiver andando no shopping center com a sua namorada, a sua esposa, aí vem aquele empreendedor vindo na sua direção. Se você tiver o impulso de desviar do caminho ou você estiver no impulso de ‘vou passar. Se o cara me cumprimentar eu cumprimento ele’, esses dois impulsos não são bons indicativos de que você está gostando do cara. Agora, se você tiver impulso de falar para a esposa, assim, ‘olha, aquele cara é um empreendedor que eu

estou conversando, é super legal, deixa eu te apresentar ele’, então você está entusiasmado com o cara. É o teste de shopping center. Então, eu gosto de estar entusiasmado, gosto de falar: ‘puxa, eu conversei com um cara super legal hoje’, ‘bacana, é bom’, eu gosto de ter esse entusiasmo pelo empreendedor.” (Investidor E).

Outro ponto de atenção e de destaque, é observar que apesar do aporte de capital financeiro realizado pelos IAs, a forma de como este pode contribuir com o negócio é considerada relevante ao analisar uma oportunidade. Neste sentido, é relevante para o empreendedor, nas captações de recursos para sua startup, observar os conhecimentos e papel que o investidor poderá exercer na relação.

Por fim, algumas considerações finais, sugestões de pesquisas futuras, sugestões práticas para interessados neste estudo e algumas lições aprendidas são demonstradas no próximo capítulo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao iniciar esta pesquisa, o tema relacionado a startups sempre foi um ponto chave nas discussões. Desta forma, ao realizar a revisão teórica foi possível passar pelo caminho de referencial que chegasse as startups, neste trabalho elencados na seção sobre Empreendedorismo e Inovação. Ao verificar as formas de incentivo dos dois temas, observou-se tanto na teoria quanto no mercado a qual o pesquisador estava inserido, como as incubadoras de empresas desenvolviam um papel importante no desenvolvimento de startups.

As startups por sua vez, tanto em informações do mercado quanto na teoria, demonstram sua importância em termos de congregar empreendedores, tecnologia, inovação e recursos financeiros para criar grandes negócios, modificar indústrias e impactar nas vidas das pessoas. Ainda, observou-se que, lideradas por empreendedores, estas startups necessitam aportes de capital, e devido ao alto grau de risco, métodos tradicionais como bancos não estavam dispostos a suprir a demanda. Entra o papel do Capital de Risco.

Desta forma, percebeu-se que o Capital de Risco, é um tema que também, tanto no mercado quando na academia, tem demonstrado crescimento e interesse. Os fundos de Venture Capital investem centenas de milhões de dólares em startups em estágio de crescimento que tomaram e modificaram grandes indústrias. Entretanto, nos estágios iniciais, considerados de maior risco, o financiamento e suporte a estas startups e empreendedores é feito por anjos, investidores anjos.

Pode-se perceber que o tema ainda encontra-se em desenvolvimento, tanto na academia quanto no mercado. No Brasil, poucas pesquisas foram encontradas relacionadas a este papel, porém é percebido o quanto estas pessoas podem realmente colaborar para que inovações possam impactar nas vidas das pessoas. Os investidores anjos utilizam do seu patrimônio e experiência para auxiliar empreendedores de startups a assumir grandes riscos, que podem se tornar grandes retornos e grandes fontes de inspiração para muitos jovens que sonham em empreender.

Utilizando o método qualitativo, foi possível perceber as atitudes dos investidores anjos catarinenses frente aos critérios encontrados na literatura. Assim,

pode-se destacar que, além da percepção acadêmica, a iteração com os entrevistados demonstrou-se de aparente importância para que pudesse ser aplicada no mercado e, conforme apontado, os próprios investidores anjos solicitaram que caso o pesquisador tivesse sugestões de startups a serem analisadas, com base nas conversas realizadas, que indicasse posteriormente a startup ao investidor.

No Brasil, em Julho de 2017 uma pesquisa feita pela Anjos do Brasil, demonstrou que apesar das crescentes atividades desde que iniciou-se o levantamento, o ritmo diminuiu (ANJOS DO BRASIL, 2017). Os dados demonstram que apesar do volume total de investimento subir 9% de R\$784 em 2015 para R\$851 milhões em 2016, entretanto no período anterior o aumento foi de 11%.

Segundo a associação, os motivos são ligados a fatores estruturais e conjunturais, no primeiro caso se refere ao investimento anjo às startups que, pelo seu alto grau de inovação não dependem da situação econômica para crescerem e também o fato do investimento ser de médio a longo prazo, o que têm-se a expectativa de que a crise vivenciada no país já tenha passado no momento do *exit*. Por outro lado, os motivos conjunturais não envolvem a disseminação da modalidade de investimento anjo e os retornos negativos de investimentos mais tradicionais como Bolsa de Valores e Imóveis.

Ainda, durante o período desta dissertação, ocorreu um interessante marco no mercado de Investimento Anjo no Brasil, onde a partir da Lei Complementar nº 155 de 27 de Outubro de 2016 foi regulamentado a figura do investidor anjo, comemorado pela categoria e pelo ecossistema de inovação. Entretanto, ainda durante o período, o mercado de investimento anjo recebeu a notícia de uma nova Instrução Normativa RFB nº 1719/2017 da Receita Federal do Brasil (2017), publicada no Diário Oficial da União, que impõe tributações as atividades, o que gerou certa incerteza para com a atividade no país. Nesta pesquisa, buscou-se levantar e colaborar com o tema de Investimento Anjo e sua importância na inovação e no empreendedorismo, para que cada vez mais nossos governantes possam, ao invés de impor barreiras, incentivar a modalidade.

Para os empreendedores, durante a revisão teórica e as entrevistas com investidores anjos, percebeu-se a importância de conhecer como funciona os

investimentos dessas pessoas, os critérios que analisam e como ambos os lados possam obter sucesso durante a caminhada, gerando inovação e impactando na nossa sociedade. Ficou claro que, a necessidade de preparo do empreendedor é importante, e que é um dos principais pontos da análise do Investidor Anjo.

Os aprendizados foram inúmeros, e espera-se que os frutos deste trabalho possam impactar não somente na vida dos pesquisadores envolvidos, mas também dos empreendedores, dos investidores anjos, da academia e de todos os envolvidos no ecossistema de inovação.

5.1. Limitações da pesquisa

Nesta seção apresenta-se as limitações desta pesquisa, tendo como ponto principal o levantamento de dados. Por conta de dificuldades de agendamento e entrevistas com investidores, que já havia sido apontada previamente, devido as atividades como empresários, empreendedores e investidores, os dados foram coletados com oito investidores anjos.

Outra limitação a ser considerada, é a experiência de cada Investidor Anjo entrevistado. Na seção 4.3, percebeu-se que alguns investidores começaram suas atividades a pouco tempo e com poucas experiências de investimento. Por exemplo, os Investidores C, D e H que são investidores a dois anos ou menos e investiram em duas ou três startups. Neste sentido, os demais investidores devido a suas experiências, tanto em tempo como investidores quanto em número de startups investidas podem ter mais domínio sobre os aspectos de tomada de decisão de investimento em startups.

Apesar das limitações aqui mencionadas, estas não invalidam os dados obtidos, as análises e discussões desta pesquisa, que colaboram com o desenvolver do tema tanto na academia quanto no mercado.

5.2. Sugestões de pesquisas futuras

Como sugestões de pesquisas futuras, sugere-se que o estudo possa ser replicado em diferentes regiões do Brasil e América Latina, que demonstram ainda grande tendência do potencial de investimento anjo.

Apesar das dificuldades de contatar os investidores anjos, foram mapeados pela Anjos do Brasil (2017) mais de 7 mil IAs somente no Brasil, o que pode-se sugerir uma pesquisa quantitativa dos critérios de análise com uma quantidade significativa de respondentes. A pesquisa pela associação indica ainda que, apesar da crise econômica dos últimos anos no Brasil, ainda existem cerca de 161 mil pessoas com alto poder aquisitivo e que podem tornar-se IAs, porém destas somente 7 mil são mapeadas como anjos, espera-se que com a redução da taxa de juros mais atenção seja dada a modalidade de investimento em startups.

Outra sugestão de pesquisa futura, comentada empiricamente pelo Investidor E, é analisar o como empreendedores que tem em seu histórico familiar a presença de empreendedores, pais, tios, ou outros parentes próximos, pode obter mais sucesso ao captar investimento anjo.

Em conversas com o Investidor F, após a realização da entrevista, o mesmo sugeriu que um dos grandes problemas que observou em startups brasileiras é a distribuição da participação dos empreendedores e sócios, ou o termo, *captable*. Este pode ser um novo critério que pode influenciar na tomada de decisão de investimento e portanto sugere-se ser investigado em pesquisas futuras.

Outra sugestão de pesquisa é voltada a confirmação dos critérios, que foram utilizados pelo investidor para tomada de decisão, após a concretização do investimento, ou seja, é possível que mantiveram-se as características observadas e resultados foram obtidos pelo Investidor? Ou por outro lado, os critérios utilizados demonstraram-se falhos resultado em perdas pelo Investidor?

Por fim, sugere-se que em pesquisas futuras possam identificar como os critérios utilizados por IAs na tomada de decisão de investimento em startups podem aperfeiçoar os programas de incubadoras de empresas.

5.3. Sugestões para incubadoras de empresas

Devido ao seu importante papel no desenvolvimento de empreendedores e inovação, sugere-se que as incubadoras de empresas utilizem os conteúdos e em específico, critérios elencados nesta pesquisa para que os empreendedores de startups, participantes do programa, possam conhecer como é o processo de tomada de decisão de investidores anjos.

Neste sentido, podem aplicar melhorias a seus processos de incubação e ainda treinar os empreendedores para apresentar as informações e conseguir aperfeiçoar suas habilidades de relacionamento com investidores. Porém, reitera-se que, somente conhecer como fazer um pitch a um investidor anjo, não se garante o sucesso da captação de investimento, visto que os investidores analisam outros critérios.

Entretanto, em um primeiro contato pode-se gerar uma vantagem, conforme foi exposto por alguns investidores anjos entrevistados. Um exemplo, é que as incubadoras possam indicar que as startups desenvolvam um time complementar, realize testes com MVPs no mercado e consiga gerar receita.

Por fim, sugere-se que as incubadoras compreendendo as atividades dos investidores anjos, possam conectar-se e torna-los partes de sua rede de contatos, podendo indicar startups com características favoráveis para análise por esses IAs.

5.4. Sugestões para Empreendedores

Os empreendedores em busca recursos para a startup devem lembrar principalmente que um Investidor Anjo não entrará somente com os recursos financeiros, porém poderá colaborar com sua experiência e rede de contatos obtidas durante sua carreira. Como visto, o papel que o investidor anjo pode exercer em uma startup é um ponto importante de análise.

Ainda, sugere-se que os empreendedores que estão começando suas startups estudem e compreendam como funciona os processos de captação de investimento, os estágios das startups para que possam obter mais chances de sucesso. Ainda demonstrar resultados, como sugerido por alguns investidores, por exemplo, obter receita.

O comportamento empreendedor Rede de Contatos elencado por McClelland (1987) demonstrou-se um ativo muito importante na jornada, pois pode sugerir uma vantagem de indicação para um investidor anjo.

5.5. Sugestões para Investidores Anjos

Apesar de compreender os apontamentos dados pelos investidores anjos da crescente qualificação das oportunidades no ecossistema brasileiro e de suas extensas atividades, sugere-se que os Investidores Anjos possam se aproximar ainda

mais dos mecanismos de estímulo ao empreendedorismo e inovação como as Incubadoras de Empresas.

Estes ambientes, podem ser um grande celeiro de novas oportunidades de investimento em startups nos estágios iniciais e percebe-se que diminuir essa distância entre investidores anjos e incubadoras de empresas poderão gerar bons frutos para o ecossistema.

Sugere-se ainda, devido à crescente demanda por investidores anjos e o crescente interesse de novos investidores, que o trabalho de educação realizado por investidores possa ser fortalecido pelos conteúdos e resultados obtidos nesta pesquisa.

5.6. Aplicabilidade, inovatividade e replicabilidade

Devido aos resultados obtidos neste estudo, é possível utilizá-lo na aplicação de capacitação de diversos agentes de um ecossistema de inovação, de empreendedores, agentes públicos a novos investidores. Neste sentido, é possível ainda aplica-lo como forma de ensino na academia, servindo de base para a formação de empreendedores e educadores em cursos de graduação e pós-graduação.

Neste sentido, sugere-se ainda que sua replicabilidade, de forma a contribuir com o tema na academia, esteja conectada com as possibilidades de exploração da pesquisa em diferentes regiões do Brasil e da America Latina, complementando o conhecimento gerado a nível mundial.

Por se tratar de um tema ainda em construção, sugere-se que a inovatividade desta pesquisa está baseada na obtenção de resultados com análises de Investidores de diferentes culturas, experiências e com residência em região com diferentes características econômicas. Países em desenvolvimento tem tido grande destaque na geração de negócios inovadores, e desta forma trazer novos conhecimentos para que seja possível fomentar ainda mais a criação de startups que possam impactar e solucionar problemas, tanto sociais quanto empresariais.

5.7. Lições aprendidas

Esta seção espera demonstrar algumas lições aprendidas durante esta pesquisa.

Inicialmente, percebeu-se a dificuldade de determinar um ponto de foco quando a área de pesquisa está incipiente em termos acadêmicos, mas em constante crescimento e desenvolvimento em termos práticos, principalmente quando apontada ao mercado brasileiro.

Apesar da aproximação do pesquisador com o ecossistema e contato com Investidores Anjos, as complicações para realização das entrevistas ainda aconteceram. Muito devido, as diversas atividades desses investidores. Percebeu-se também que alguns dos investidores possuem certo receio das atividades acadêmicas pois sugerem que a academia no país encontra-se em uma velocidade inferior ao mercado e ainda que não conseguem observar as aplicações das pesquisas brasileiras no ecossistema de inovação.

É importante destacar como, após identificar o tema da dissertação, as leituras de artigos considerados chaves do tema são de extrema importância. Apesar do pesquisador já estar em contato, participar de eventos e conhecer alguns investidores anjos, os artigos acadêmicos permitiram detalhar alguns dos pontos. Como exemplo, o pesquisador já havia conversado anteriormente com Investidores Anjos e Investidores de Fundos de Venture Capital e ambos comentavam que seu principal ponto de análise era o Empreendedor. Entretanto, a partir desta pesquisa, pode-se entrar em mais detalhes dos critérios que são analisados no empreendedor. Ainda neste sentido, o contato com alguns dos maiores investidores anjos de Santa Catarina, favoreceu a ampliação e qualificação da rede de contatos do pesquisador.

Outra lição aprendida é com respeito ao intuito de realizar esta pesquisa. Sugiro que ao entrar em uma pós-graduação, o intuito do acadêmico não seja somente para adquirir o título e sim, que possa a partir da jornada não só desenvolver-se pessoalmente mas que sua pesquisa possa motivá-lo a impactar em seu meio, em sua empresa ou até mesmo em sua universidade. O propósito de impacto deve ser maior do que somente uma titulação.

6. REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS. Associação Brasileira de Startups. 2016. Disponível em: <www.abstartups.com.br>. Acesso em: 1º out. 2016.

ABVCAP. **Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2016. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br>>.

ACATE. **Acate tech report**. 2016. Disponível em: <<https://www.acate.com.br/node/101614>>.

AERTS, K.; MATTHYSSENS, P.; VANDENBEMPT, K. Critical role and screening practices of european business incubators. **Technovation**, 2007. v. 27, n. 5, p. 254–267.

ALBORT-MORANT, G.; RIBEIRO-SORIANO, D. A bibliometric analysis of international impact of business incubators. **Journal of Business Research**, 2016. v. 69, n. 5, p. 1775–1779.

ALEXANDER, L.; KNIPPENBERG, D. V. A. N. Teams in pursuit of radical innovation: a goal orientation perspective. **Academy of Management Review**, 2014. v. 39, n. 4, p. 423–438.

ALLEN, D. N.; BEZAN, E. J. Value added contributions of pennsylvania's business incubators to tenant firms and local economies. Smeal College of Business Administration: **Pennsylvania state university**, 1990.

ALLEN, D. N.; RAHMAN, S. Small business incubators: a positive environment for entrepreneurship. **Journal of Small Business Management**, 1985. v. 23, n. May 1984, p. 12.

AMORÓS, J. E.; CRISTI, O. Longitudinal analysis of entrepreneurship and competitiveness dynamics in latin america. **International Entrepreneurship and Management Journal**, 2008. v. 4, n. 4, p. 381–399.

ANJOS DO BRASIL. **Investimento Anjo no Brasil tem potencial de R\$1.7 bilhão**. 2016. Disponível em: <<http://blog.anjosdobrasil.net/2016/07/investimento-anjo-no-brasil-tem.html>>. Acesso em: 8 set. 2016.

_____. Investimento anjo para startups cresce mesmo com a crise, mas está sob risco. 2017. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/blog/investimento-anjo-para-startups-cresce-mesmo-com-a-crise-mas-esta-sob-risco>>. Acesso em: 20 ago. 2017.

ANPROTEC. **Estudo, análise e proposições sobre as incubadoras de empresas no brasil**. Brasília. 2012. Disponível em: <<http://www.anprotec.org.br/Relata/EstudoIncubadoras - versaofinalWEB.pdf>>.

_____. Prêmio nacional de empreendedorismo inovador 2016. 2016. Disponível em: <<http://anprotec.org.br/site/2016/12/confira-os-vencedores-do-premio-nacional-de-2016-2/>>. Acesso em: 3 out. 2017.

_____; SEBRAE. **Estudo de impacto econômico: segmento de incubadoras de empresas do Brasil**. Brasília, DF: [s.n.], 2016. Disponível em: <[http://www.anprotec.org.br/Relata/18072016 Estudo_ANPROTEC_v6.pdf](http://www.anprotec.org.br/Relata/18072016%20Estudo_ANPROTEC_v6.pdf)>.

BANDEIRA-DE-MELLO, R. Softwares em pesquisa qualitativa. *In*: GODOI, C. K.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; SILVA, A. B. (Org.). **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. 2a. ed. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 429–460.

BEMATECH. História da bematech. 2016. Disponível em: <<http://www.bematech.com.br/bematech>>. Acesso em: 8 set. 2016.

BERGEK, A.; NORRMAN, C. Incubator best practice: a framework. **Technovation**, 2008. v. 28, n. 1–2, p. 20–28.

BERMISS, Y. S. *et al.* Entrepreneurial beacons: the Yale endowment, run-ups, and the growth of venture capital. ISSN 1097-0266: **Strategic Management Journal**, 2016. v. 51, n. 2, p. 315–334.

BLANK, S.; DORF, B. **Startup manual do empreendedor: o guia passo a passo para construir uma grande empresa**. 1. ed. [S.l.]: Alta Books, 2014.

BLOCK, J. H. *et al.* Trademarks and venture capital valuation. **Journal of Business Venturing**, 2014. v. 29, n. 4, p. 525–542.

BOONS, F.; LUDEKE-FREUND, F. Business models for sustainable innovation: state-of-the-art and steps towards a research agenda. **Journal of Cleaner Production**, 2013. v. 45, p. 9–19.

BOSCH, J. *et al.* The early stage software startup development model: a framework for operationalizing lean principles in software startups. **Lean Enterprise Software and Systems**, 2013. p. 1–15.

BRUNEEL, J. *et al.* The evolution of business incubators: comparing demand and supply of business incubation services across different incubator generations. **Technovation**, 2012. v. 32, n. 2, p. 110–121.

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

CAPIZZI, V. The returns of business angels' investments and their major determinants. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 2015. v. 1066, n. June, p. 40.

CARLSON, C. R.; WILMOT, W. W. **Innovation: the five disciplines for creating what customers want**. 1st ed. New York: Crown Publishing Group, 2006.

CARPENTIER, C.; SURET, J. M. Angel group members' decision process and rejection criteria: a longitudinal analysis. **Journal of Business Venturing**, 2015. v. 30, n. 6, p. 808–821. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.04.002>>.

CIUCHTA, M. P. *et al.* Betting on the coachable entrepreneur: signaling and social exchange in entrepreneurial pitches. **Entrepreneurship Theory and Practice**, in press, 2017. p. 1–45.

COLOMBELLI, A.; KRAFFT, J.; VIVARELLI, M. To be born is not enough: the key role of innovative start-ups. **Small Business Economics**, 2016. v. 47, n. 2, p. 277–291.

DEJARDIN, M. Linking net entry to regional economic growth. **Small Business Economics**, 2011. v. 36, n. 4, p. 443–460.

DEVIGNE, D.; MANIGART, S.; WRIGHT, M. Escalation of commitment in venture capital decision making: differentiating between domestic and international investors. **Journal of Business Venturing**, 2016. v. 31, n. 3, p. 253–271.

ECKHARDT, J. T.; SHANE, S. A. Opportunities and entrepreneurship. **Journal of Management**, 2003. v. 29, n. 3, p. 333–349.

_____; _____. An update to the individual-opportunity nexus. **Handbook of Entrepreneurship Research**. New York: Springer New York, 2010, p. 47–76.

_____; _____. Response to the commentaries: the individual-opportunity (io) nexus integrates objective and subjective aspects of entrepreneurship. **Academy of Management Review**, 2013. v. 38, n. 1, p. 160–163.

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

EUROPEAN COMMISSION. **Assessing the potential for eu investment in venture capital and other risk capital fund of funds**. 2015.

EXAME. Rede de investidores anjo de santa catarina investiu r\$ 600 mil em startups em 2016. [S.I.], 2016a. Disponível em:

<<https://exame.abril.com.br/negocios/dino/rede-de-investidores-anjo-de-santa-catarina-investiu-r-600-mil-em-startups-em-2016-shtml/>>. Acesso em: 3 out. 2017.

_____. São paulo e florianópolis são melhores para empreender. São Paulo, 16 fev. 2016b. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/sao-paulo-e-florianopolis-sao-melhores-para-empreender/>>. Acesso em: 3 nov. 2016.

FEENEY, L.; HAINES, G. H.; RIDING, A. L. Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 1999. v. 1, n. 2, p. 121–145.

FILARDI, F.; BARROS, F. D.; FISCHMANN, A. A. Do homo empreendedor ao empreendedor contemporâneo: evolução das características empreendedoras de 1848 a 2014. **Revista Ibero-america de Estratégia**, 2014. v. 13, n. 3, p. 123–140.

FLEURY, M. T. L.; CALIXTO, C. V. Clashing with institutions: uber's disruptive business model. **XL Encontro do ANPAD - EnANPAD**. 2016. p. 1–18.

FLICK, U. **Uma introdução à pesquisa qualitativa**. 2 ed ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FLORIN, J.; DINO, R.; HUVAJ, M. N. Research on angel investing: a multilevel framework for an emerging domain of inquiry. **Journal of Entrepreneurial Finance**, 2013. v. 15, n. May 2013, p. 37–41.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. Toward a model of venture capital investment decision making. **Financial Management**, 1994. v. 23, n. 3, p. 28–37.

GODOI, C. K.; BALSINI, C. P. V. A pesquisa qualitativa nos estudos organizacionais brasileiros: uma análise bibliométrica. In: SILVA, A. B. Da; GODOI, C. K.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. (Org.). **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 460.

_____; MATTOS, P. L. C. L. De. Entrevista qualitativa: instrumento de pesquisa e evento dialógico. In: GODOI, C. K.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; SILVA, A. B. Da (Org.). **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 460.

GOVERNO DE SANTA CATARINA. Plano sc@2022. 2011. Disponível em: <<http://investimentos.mdic.gov.br/public/arquivo/arq1366912998.pdf>>. Acesso em: 9 nov. 2016.

HAAR, N. E.; STARR, J.; MACMILLAN, I. C. Informal risk capital investors: investment patterns on the east coast of the u.s.a. **Journal of Business Venturing**, 1988. v. 3, n. 1, p. 11–29.

HAINES JR, G.; MADILL, J. J.; RIDING, A. L. Informal investment in canada: financing small business growth. **Journal of Small Business and Entrepreneurship**, 2003. v. 16, n. 3–4, p. 13–40.

HAIR JR, J. F. *et al.* **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HALLEN, B. L.; PAHNKE, E. C. When do entrepreneurs accurately evaluate venture capital firms' track records? a bounded rationality perspective. **Academy of Management Journal**, 2015. v. 59, n. 5, p. 1535–1560.

HARRISON, R. T.; MASON, C.; SMITH, D. Heuristics, learning and the business angel investment decision-making process. **Entrepreneurship & Regional Development**, 2015. v. 27, n. 9–10, p. 527–554.

HELLMANN, T.; THIELE, V. Friends or foes? the interrelationship between angel and venture capital markets. **Journal of Financial Economics**, 2015. v. 115, n. 3, p. 639–653.

HOGARTH, S. Valley of the unicorns : consumer genomics , venture capital and digital disruption. 2017. v. 6778, n. September.

HSU, D. K. *et al.* What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision

policies of angel and venture capital investors. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 2014. v. 16, n. 1, p. 1–25.

JEFFREY, S. A.; LÉVESQUE, M.; MAXWELL, A. L. The non-compensatory relationship between risk and return in business angel investment decision making. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 2016. v. 1066, n. June.

JOHNSON, M. W.; CHRISTENSEN, C. M.; KAGERMANN, H. Reinventing your business model. **Harvard Business Review**, 2008. v. 86, n. 12, p. 59–68.

LAHTI, T. Angel investing: an examination of the evolution of the finnish market. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 2011. v. 13, n. 2, p. 147–173.

LAI, W. H.; LIN, C. C. Constructing business incubation service capabilities for tenants at post-entrepreneurial phase. **Journal of Business Research**, 2015. v. 68, n. 11, p. 2285–2289.

LANDSTRÖM, H. Informal investors as entrepreneurs. **Technovation**, 1998. v. 18, n. 5, p. 363–365.

LANGERGAARD, L. L.; HANSEN, A. V. Innovation – a one size fits all concept? Manchester: The International Society for Professional Innovation Management (ISPIM), 2013. p. 1–12.

LAZZAROTTI, F. *et al.* Orientação empreendedora : um estudo das dimensões e sua relação com desempenho em empresas graduadas. **Revista de Administração Contemporânea**, 2015. v. 19, n. 6, p. 673–695.

LECUNA, A.; COHEN, B.; CHAVEZ, R. Characteristics of high-growth entrepreneurs in latin america. **International Entrepreneurship and Management Journal**, 2016. p. 1–19.

LOIOLA, E. Produção científica em empreendedorismo no brasil: uma revisão de literatura. **XL Encontro do ANPAD - EnANPAD**, 2016. p. 1–18.

LUCENA, R. M.; SPROESSER, R. L. Análise da gestão de licenciamento de patentes: estudo multicase de instituições federais de ensino superior. **RAI – Revista de Administração e Inovação**, 2015. v. 12, n. 3, p. 28–55.

MACHADO, F. G. **Investidor anjo – uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups**. 2015. 171pg. Dissertação - Universidade de São Paulo - USP. 2015.

MASON, C.; BOTELHO, T. The role of the exit in the initial screening of investment opportunities: the case of business angel syndicate gatekeepers. **International Small Business Journal**, 2016. v. 34, n. 2, p. 157–175.

_____; _____; HARRISON, R. The transformation of the business angel market: evidence from scotland. **Edinburgh Research Explorer**, 2013. v. 44, n. August, p. 0–42..

_____; HARRISON, R. Closing the regional equity capital gap: the role of informal venture capital. **Small Business Economics**, 1995. v. 7, n. 2, p. 153–172.

_____; HARRISON, R. T. “auditioning for money”: what do technology investors look for at the initial screening stage? **Journal of Private Equity**, 2003. v. 6, n. 2, p. 29–42.

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

MASON, C.; STARK, M. What do investors look for in a business plan?: a comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. **International Small Business Journal**, 2004. v. 22, n. 3, p. 227–248.

MATIAS-PEREIRA, J. A gestão do sistema de proteção à propriedade intelectual no brasil é consistente? **Revista de Administração Pública**, 2011. v. 45, n. 3, p. 567–590.

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

_____; LÉVESQUE, M. Trustworthiness: a critical ingredient for entrepreneurs seeking investors. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, 2014. v. 38, n. 5, p. 1057–1080.

MCCLELLAND, D. C. **The Achieving Society**. Princeton, N.J: D. Van Nostrand Company, Inc., 1961.

_____. **A sociedade competitiva: realização e progresso social**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

MCCLELLAND, D. C. Characteristics of successful entrepreneurs. **The Journal of Creative Behavior**, 1987. v. 21, n. 3, p. 219–233.

MEYER, M. *et al.* Origin and emergence of entrepreneurship as a research field. **Scientometrics**, 2014. v. 98, n. 1, p. 473–485.

MIAN, S.; LAMINE, W.; FAYOLLE, A. Technology business incubation: an overview of the state of knowledge. **Technovation**, 2016. v. 50–51, p. 1–12.

MILOUD, T.; ASPELUND, A.; CABROL, M. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, abr. 2012. v. 14, n. 2–3, p. 151–174.

MORONI, I.; ARRUDA, A.; ARAUJO, K. The design and technological innovation: how to understand the growth of startups companies in competitive business environment. **Procedia Manufacturing**, 2015. v. 3, n. Ahfe, p. 2199–2204.

NANDA, R.; RHODES-KROPF, M. Investment cycles and startup innovation. **Journal of Financial Economics**, 2013. v. 110, n. 2, p. 403–418.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **Yearbook 2016**. 2016. Disponível em: <<http://nvca.org>>.

NICOLAOU, N. *et al.* Opportunity recognition and the tendency to be an entrepreneur: a bivariate genetics perspective. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 2009. v. 110, n. 2, p. 108–117.

NORMAN, D. A.; VERGANTI, R. Incremental and radical innovation: design research vs. technology and meaning change. **MIT - Design Issues**, 2014. v. 30, n. 1, p. 78–96.

OECD. **Oslo Manual - Guidelines for collecting and interpreting innovation data**. 3. ed. Paris, França: OECD Publishing, 2005.

OSNABRUGGE, M. Van; ROBINSON, R. J. **Angel investing: matching startup funds with startup companies--the guide for entrepreneurs and individual investors**. 1. ed. Jossey-Bass, 2000.

OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y. **Business model generation: inovação em modelos de negócio**. 1d. ed. Rio de Janeiro, RJ: Alta Books, 2011.

PARADKAR, A.; KNIGHT, J.; HANSEN, P. Innovation in start-ups: ideas filling the void or ideas devoid of resources and capabilities? **Technovation**, 2015. v. 41, p. 1–10.

PARK, H. D.; STEENSMA, H. K. When does corporate venture capital add value for new ventures? **Strategic Management Journal**, 2012. v. 33, p. 1–22.

PARKER, S. C. Who become serial and portfolio entrepreneurs? **Small Business Economics**, 2014. n. Março, p. 887–898.

PAUL, S.; WHITTAM, G.; WYPER, J. Towards a model of the business angel investment process. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 2007. v. 9, n. 2, p. 107–125.

PETTY, J. S.; GRUBER, M. “in pursuit of the real deal”. a longitudinal study of vc decision making. **Journal of Business Venturing**, 2011. v. 26, n. 2, p. 172–188. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.07.002>>.

PURI, M.; ZARUTSKIE, R. On the life cycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital-financed firms. **The Journal of Finance**, 2016. v. 67, n. 6, p. 2247–2293.

RAMADANI, V. The importance of angel investors in financing the growth of small and medium sized enterprises. **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**, 2012. v. 2, n. 7, p. 306–322.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Receita federal disciplina tributação de rendimentos recebidos pelo investidor anjo. 2017. Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/noticias/ascom/2017/julho/receita-federal-disciplina-tributacao-de-aporte-de-capital-em-micro-e-pequenas-empresas>>. Acesso em: 7 set. 2017.

RIA-SC. Rede de investidores anjo SC | ACATE. 2016. Disponível em: <<https://www.acate.com.br/node/76052>>. Acesso em: 12 out. 2016.

RIES, E. **A startup enxuta**. 1. ed. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

ROMANI, G. *et al.* The development of business angel networks in latin american countries: the case of Chile. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 2013. v. 15, n. 2, p. 95–113.

ROSENBUSCH, N.; BRINCKMANN, J.; MÜLLER, V. Does acquiring venture capital pay off for the funded firms? a meta-analysis on the relationship between venture capital investment and funded firm financial performance. **Journal of Business Venturing**, 2013. v. 28, n. 3, p. 335–353.

RUBIN, T. H.; AAS, T. H.; STEAD, A. Knowledge flow in technological business incubators: evidence from australia and israel. **Technovation**, 2015. v. 41, p. 11–24.

SAPIENZA, H. J.; MANIGART, S.; VERMEIR, W. Venture capitalist governance and value added in four countries. **Journal of Business Venturing**, 1996. v. 11, n. 6, p. 439–469.

SCHUMPETER, J. A. Economic theory and entrepreneurial history. **Change and the entrepreneur: postulates and patterns of entrepreneurial history**, 1949. p. 63–84.

SCHWARTZ, M.; HORNYCH, C. Specialization as strategy for business incubators: an assessment of the central german multimedia center. **Technovation**, 2008. v. 28, n. 7, p. 436–449.

SEQUOIA CAPITAL. Companies. 2016. Disponível em: <<https://www.sequoiacap.com/companies/>>. Acesso em: 18 out. 2016.

SHANE, S. A. **A general theory of entrepreneurship: the individual-opportunity nexus**. Edward Elgar Publishing, 2003.

SHANE, S. A.; VENKATARAMAN, S. The promise of entrepreneurship as a field of research. **Academy of Management Review**, 2000. v. 25, n. 1, p. 217–226.

SHANE, S.; CABLE, D. Network ties, reputation, and the financing of new ventures. **Management Science**, 2002. v. 48, n. 3, p. 364–381.

SHARMA, A. K. Venture capitalists' investment decision criteria for new ventures: a review. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, 2015. v. 189, p. 465–470.

SHORT, J. C. *et al.* The concept of “opportunity” in entrepreneurship research: past accomplishments and future challenges. **Journal of Management**, 2010. v. 36, n. 1, p. 40–65.

SOETANTO, D.; JACK, S. The impact of university-based incubation support on the innovation strategy of academic spin-offs. **Technovation**, 2016. v. 50–51, p. 25–40.

SOUTO, J. E. Business model innovation and business concept innovation as the

context of incremental innovation and radical innovation. **Tourism Management**, 2015. v. 51, p. 142–155.

STAL, E.; ANDREASSI, T.; FUJINO, A. The role of university incubators in stimulating academic entrepreneurship. **RAI Revista de Administração e Inovação**, 2016. v. 13, n. 2, p. 89–98.

STARTUPSC. Resultados do projeto #startupsc. [S.I.], 2015. Disponível em: <<http://www.startupsc.com.br/infografico-resultados-do-projeto-startupsc-02-anos/>>. Acesso em: 9 nov. 2016.

_____. Startup awards 2016 consagra ecossistema de inovação e empreendedorismo de santa catarina. [S.I.], 2017. Disponível em: <<http://www.startupsc.com.br/startup-awards-2016-consagra-ecossistema-de-inovacao-e-empreendedorismo-de-santa-catarina/>>. Acesso em: 3 out. 2017.

STRAUSS, A.; CORBIN, J. **Pesquisa qualitativa: técnicas e procedimentos para o desenvolvimento de teoria fundamentada**. Porto Alegre: Bookman, 2008.

SUDEK, R. Angel investment criteria. **Journal of Small Business Strategy**, 2006. v. 17, n. 2, p. 89–103.

TEECE, D. J. Business models, business strategy and innovation. **Long Range Planning**, 2010. v. 43, n. 2–3, p. 172–194.

TENDAI, C. Networks and performance of small and medium enterprises (smes) in different stages of the life cycle : a case study of a small business in the netherlands. **J Communications**, 2013. v. 4, n. 2, p. 89–94.

TYEBJEE, T. T.; BRUNO, A. V. A model of venture capitalist investment activity. **Management Science**, 1984. v. 30, n. 9, p. 1051–1066.

VALE, G. M. V. Empreendedor: origens, concepções teóricas, dispersão e integração. **Revista de Administração Contemporânea**, 2014. v 18, n. 6, p. 874-891.

VELU, C. Business model innovation and third-party alliance on the survival of new firms. **Technovation**, 2015. v. 35, p. 1–11.

WALL STREET JOURNAL AND DOW JONES VENTURESOURCE. The billion dollar startup club. **Wall street journal and dow jones venturesource**, [S.I.], 2017. Disponível em: <<http://graphics.wsj.com/billion-dollar-club/>>. Acesso em: 17 set. 2017.

WETZEL, W. E. Informal risk capital in new england. Wellesley, MA: Babson College, 1981. p. 217–245.

WETZEL, W. E. Angels and informal risk capital. **Sloan management review**, 1983. v. 24, p. 23–34.

WRIGHT, M.; ROBBIE, K. Venture capital and private equity: a review and synthesis. **Journal of Business Finance & Accounting**, 1998. v. 25, n. 5–6, p. 521–570.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

APÊNDICES

APÊNDICE 1: Roteiro para entrevista semiestruturada com Investidores Anjos catarinenses.

- I. Recepção e agradecimentos
 - a) Agradecimento pela colaboração com a pesquisa.
 - b) Expor o motivo da entrevista.
 - c) Expor o objetivo da pesquisa tanto teórica quanto aplicada.
 - d) Informar sobre a confidencialidade das informações e gravação dos dados para análise posterior.
- II. Identificar perfil do entrevistado
 - a) Qual sua idade?
 - b) Comente brevemente sobre sua carreira profissional.
 - c) A quanto tempo se tornou um investidor anjo?
 - d) Quantas startups compõem seu portfólio?
- III. Identificar os critérios utilizados pelo entrevistado

Durante esta pesquisa foram levantados alguns critérios já utilizados por Investidores Anjos no exterior e de algumas pesquisas com o mercado em desenvolvimento de investidores no Brasil. Estes critérios foram alocados em cinco categorias (Produto, Mercado, Empreendedor, Finanças e Investimento), vamos conversar a respeito dessas categorias e seus critérios.

1. A primeira categoria é **produto** qual sua visão no uso dessas informações para análise de investimento?

Dentro da categoria **Produto** foram elencados alguns critérios para tomada de decisão, gostaríamos que você comentasse a respeito sobre cada um:

2. Você poderia comentar sobre o critério **Interesse / Benefício** do novo produto ou serviço ao avaliar uma oportunidade de investimento. Sendo este critério relacionado aos interesses e benefícios que o produto/serviço do negócio entregará ao mercado.
3. Quanto ao **Status** do produto, ou seja, uma medida de ambos tecnologia e risco financeiro em inserir o produto no mercado, se o produto está no mercado ou estará em breve.
4. Relacionado ao critério de **Possibilidade de proteção**, como você vê que as possibilidades de patentear/proteger o produto e serviço auxiliam na sua análise.
5. Como você analisa o critério **Inovação / qualidade** que o produto/serviço oferece ao mercado?
6. Esses foram os critérios relacionados a produto, você gostaria de adicionar outros critérios que você utiliza? Poderia comentar (se necessário).
7. A segunda categoria é **Mercado**, como você vê a relevância de informações sobre o mercado na sua análise?
8. E o critério relacionado ao **Tamanho do Mercado**, como você utiliza-o em suas análises de investimento em um novo negócio? Onde tamanho de mercado refere-se ao tamanho real a ser atingido pelo novo negócio, incluindo uma possível criação de um novo mercado ou nicho.
9. Como você analisa o critério **Engajamento dos Clientes**? Sendo este uma medida para caso potenciais clientes ou usuários foram consultados para o desenvolvimento do produto, para garantir que os recursos do produto e proposta de valor estão alinhados.
10. Pensando no critério relacionado ao **Potencial de crescimento** deste mercado, o que você acha?
11. Os critérios relacionados ao **Fornecimento / Distribuição** você avalia? Pode falar um pouco mais a respeito.
12. Como a **Dinâmica do Mercado** influencia na sua tomada de decisão? Ou seja, fatores relacionados a necessidades dos consumidores, tecnologia e exploração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado.

13. O potencial de atingir um mercado **Internacional**, é algo avaliado na durante sua análise? Poderia comentar sobre (se necessário).
14. Bom esses foram os critérios da categoria mercado, você acha que faltou algum? Poderia comentar sobre (se necessário).
15. Outra categoria com alguns critérios é relacionada ao **Empreendedor**, como você vê as informações referentes ao empreendedor para tomada de decisão?

Dentro da categoria Empreendedor:

16. A **Experiência na Indústria**, é um ponto de análise? Você poderia explicar mais a respeito.
17. O que você acha do **Histórico** do empreendedor?
18. A **Paixão / Comprometimento** do empreendedor, é analisada na sua tomada de decisão?
19. Quanto a **Integridade/confiabilidade** que você capta do empreendedor, como você vê esse critério ao analisar um investimento?
20. O **Conhecimento da Tecnologia** envolvida com o empreendimento, é analisado? Você poderia comentar com mais detalhes o como você utiliza este critério?
21. Quanto a capacidade do empreendedor de ser treinável, do termo em inglês **coachable**, é algo que você observa? O que você acha?
22. Esses foram os critérios levantados da categoria Empreendedor, você acredita que teria outros critérios? Você pode comentar mais a respeito por favor. (se necessário).
23. E a parte relacionada a **Finanças**, qual sua opinião sobre informações na hora de analisar uma oportunidade de investimento?

Dentro da categoria Finanças:

24. As **Expectativas** relacionadas a finanças são analisadas? Como você utiliza esse critério?
25. Quanto a **Rentabilidade / Realismo** demonstrado, qual sua análise deste critério?

26. Sobre a **Capitalização / fluxo de caixa**, como você vê estas informações para a análise da oportunidade?
27. E o **Tamanho do investimento**, solicitado pelo empreendedor, como é a sua percepção deste critério?
28. Relacionado ao **Plano de negócios / Apresentação (pitch)** feita pelo empreendedor, como você utiliza esse critério?
29. Quanto ao indicador de **ROI / e também valuation**, como você utiliza essas informações na sua análise?
30. E quanto a eventos de **Liquidez**? Ou possibilidades de saída? Qual sua percepção para analisar este critério?
31. Esses foram os critérios da categoria finanças, você sentiu falta de algum critério? Poderia citá-los e comentar a respeito (se necessário).
32. Por fim a categoria relacionada ao **Investimento** em si, quais suas percepções?

Dentro da categoria Investimento.

33. Como você observa **Características do time** para analisar a oportunidade de investimento?
34. E a relação do seu **Fit com o empreendedor**? No sentido de ter visto o empreendedor como o potencial em uma oportunidade de investimento.
35. E do seu **Fit com o negócio**, seja por background ou por outras motivações relacionadas a proposta do negócio?
36. A **Localização** é um dos critérios utilizado por você? Poderia falar mais a respeito?
37. E a **Origem da indicação**, te auxilia na análise da oportunidade? Como?
38. Se há a oportunidade de **Co-investimento**, ou seja, investir em conjunto com outros investidores anjos é algo que te chama atenção? Poderia falar mais a respeito?
39. E referente ao **Papel do Investidor** em poder auxiliar a startup, como você vê esse critério?
40. Dentro da categoria investimento, algum outro critério que você gostaria de destacar?

Agradecer mais uma vez a participação na entrevista e informar que poderá receber futuramente um material que será elaborado sobre esta pesquisa com foco na educação de novos investidores e empreendedores.

ANEXOS

ANEXO 1

Tabela 10 - Journals e publicações relacionadas ao tema Venture Capital

Título da Fonte	Total de Publicações
JOURNAL OF BUSINESS VENTURING	202
SMALL BUSINESS ECONOMICS	96
ENTREPRENEURSHIP THEORY AND PRACTICE	68
RESEARCH POLICY	51
JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS	45
JOURNAL OF CORPORATE FINANCE	43
STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL	41
TECHNOVATION	40
INTERNATIONAL JOURNAL OF TECHNOLOGY MANAGEMENT	35
JOURNAL OF BANKING & FINANCE	34
JOURNAL OF BUSINESS RESEARCH	33
STRATEGIC ENTREPRENEURSHIP JOURNAL	29
JOURNAL OF SMALL BUSINESS MANAGEMENT	29
INTERNATIONAL ENTREPRENEURSHIP AND MANAGEMENT JOURNAL	29
INTERNATIONAL SMALL BUSINESS JOURNAL	28
REVIEW OF FINANCIAL STUDIES	27
JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES	27
VENTURE CAPITAL	26
JOURNAL OF FINANCE	26
HARVARD BUSINESS REVIEW	26
JOURNAL OF TECHNOLOGY TRANSFER	25
ENTREPRENEURSHIP AND REGIONAL DEVELOPMENT	25
FORBES	25
JOURNAL OF INTERNATIONAL BUSINESS STUDIES	24
ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL	23
EUROPEAN PLANNING STUDIES	22

Fonte: elaborado pelo autor.

ANEXO 2

Tabela 11 – Nro. de citações e fator de impacto sobre VC na WoS

Rank	Título da Fonte	Nro de citações	% total	% acum	Fator de Impacto JCR
1	JOURNAL OF BUSINESS VENTURING	11.786	17%	17%	5.774
2	JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS	4.322	6%	23%	4.505
3	STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL	3.478	5%	28%	4.461
4	JOURNAL OF FINANCE	3.356	5%	33%	6.043
5	RESEARCH POLICY	2.488	4%	36%	4.495
6	ENTREPRENEURSHIP THEORY AND PRACTICE	2.484	4%	40%	4.916
7	SMALL BUSINESS ECONOMICS	2.164	3%	43%	2.421
8	MANAGEMENT SCIENCE	1.930	3%	46%	2.822
9	ADMINISTRATIVE SCIENCE QUARTERLY	1.910	3%	48%	4.929
10	AMERICAN JOURNAL OF SOCIOLOGY	1.755	3%	51%	3.088
11	JOURNAL OF BANKING & FINANCE	1.556	2%	53%	1.776
12	ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL	1.424	2%	55%	7.417
13	JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES	1.076	2%	57%	3.962
14	REVIEW OF FINANCIAL STUDIES	1.074	2%	58%	3.689
15	JOURNAL OF INTERNATIONAL BUSINESS STUDIES	964	1%	60%	5.869
16	JOURNAL OF CORPORATE FINANCE	935	1%	61%	1.579
17	AMERICAN ECONOMIC REVIEW	901	1%	62%	4.026
18	ORGANIZATION SCIENCE	786	1%	63%	2.691
19	FINANCIAL MANAGEMENT	760	1%	64%	1.517
20	TECHNOVATION	716	1%	65%	3.265
Outros 564 periódicos com citações		24.220	35%	100%	
Total Geral		70.085			
tempo todos os anos até setembro 2017					

Fonte: elaborado pelo autor.

ANEXO 4

Tabela 12 – Nro. de citações e fator de impacto sobre IA na WoS

Rank	Título da fonte	Nro de citações	% total	% acum	Fator Impacto JCR
1	JOURNAL OF BUSINESS VENTURING	774	9,23%	9,23%	5.774
2	ENERGY POLICY	444	5,29%	14,52%	4.140
3	SMALL BUSINESS ECONOMICS	344	4,10%	18,63%	2.421
4	JOURNAL OF FINANCE	310	3,70%	22,32%	6.043
5	JOURNAL OF BANKING & FINANCE	304	3,63%	25,95%	1.776
6	JOURNAL OF MONEY CREDIT AND BANKING	250	2,98%	28,93%	1.509
7	JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS	230	2,74%	31,67%	4.505
8	TRANSPORTATION RESEARCH PART A- POLICY AND PRACTICE	211	2,52%	34,19%	2.609
9	ENTREPRENEURSHIP AND REGIONAL DEVELOPMENT	204	2,43%	36,62%	1.776
10	INTERNATIONAL SMALL BUSINESS JOURNAL	195	2,33%	38,95%	3.677
11	AMERICAN ECONOMIC REVIEW	172	2,05%	41,00%	4.026
12	EUROPEAN JOURNAL OF OPERATIONAL RESEARCH	160	1,91%	42,90%	3.297
13	REGIONAL STUDIES	146	1,74%	44,65%	2.780
14	ORGANIZATION STUDIES	137	1,63%	46,28%	3.107
15	ENTREPRENEURSHIP THEORY AND PRACTICE	120	1,43%	47,71%	4.916
16	RESEARCH POLICY	117	1,40%	49,11%	4.495
17	RENEWABLE & SUSTAINABLE ENERGY REVIEWS	107	1,28%	50,38%	8.050
18	JOURNAL OF CONSTRUCTION ENGINEERING AND MANAGEMENT-ASCE	106	1,26%	51,65%	n/i
19	ENERGY ECONOMICS	105	1,25%	52,90%	3.199
20	FINANCIAL MANAGEMENT	101	1,20%	54,10%	1.517
21	STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL	94	1,12%	55,22%	4.461
	Outros 339 periódicos com citações	3755	44,78%	100,00%	
	Total Geral	8386			
	Tempo: todos os anos até setembro de 2017				

Fonte: elaborado pelo autor.