

**UNIVERSIDADE MUNICIPAL DE SÃO CAETANO DO SUL
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO**

Bruna Borsetto Maiellaro

INVESTIDOR ANJO NO BRASIL: um estudo sobre critérios de seleção de
investimento

**São Caetano do Sul
2020**

BRUNA BORSETTO MAIELLARO

INVESTIDOR ANJO NO BRASIL: um estudo sobre critérios de seleção de
investimento

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Municipal de São Caetano do Sul como requisito para a obtenção do título de Mestre (a) em Administração.

Área de concentração: Gestão e Regionalidade

Orientador: Professor Doutor João Batista Pamplona

São Caetano do Sul

2020

FICHA CATALOGRÁFICA

MAIELLARO, Bruna Borsetto.

Investidor anjo no Brasil: um estudo sobre os critérios de seleção de investimento / Bruna Borsetto Maiellaro – São Caetano do Sul – USCS, 2020.

137 p.

Orientador: João Batista Pamplona

Dissertação (Mestrado) – USCS, Universidade Municipal de São Caetano do Sul, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2020.

1. Investidor anjo 2. Capital de risco 3. Critérios de investimento 4. Financiamento à inovação 5. Inovação. I. Título
II. Autor

Reitor da Universidade Municipal de São Caetano do Sul

Prof. Dr. Marcos Sidnei Bassi

Pró-reitoria de Pós-graduação e Pesquisa

Prof.^a Dra. Maria do Carmo Romeiro

Gestores do Programa de Pós-graduação em Administração

Prof. Dr. Edurado de Camargo Oliva (Gestor)

Prof. Dr. Milton Carlos Farina (Vice-gestor)

Trabalho de Pesquisa apreciado pela Banca Examinadora constituída pelos professores:

Prof. Dr. João Batista Pamplona (orientador – Universidade Municipal de São Caetano do Sul)

Prof.^a Dra. Maria do Carmo Romeiro (Universidade Municipal de São Caetano do Sul)

Prof. Dr. Renato de Castro Garcia (Universidade Estadual de Campinas)

Dedicatória

Dedico este trabalho a minha mãe Aparecida como forma de agradecimento e reconhecimento por todo incentivo e carinho a mim dedicados. Sem sua força e apoio a conclusão desta pesquisa não seria possível. Dedico também a minha irmã Paula em reconhecimento e gratidão pelos muitos momentos de compreensão, tolerância e apoio.

Agradecimentos

Agradeço a todos os professores do Programa de Pós-graduação da Universidade Municipal de São Caetano do Sul pela dedicação, competência, conhecimentos transmitidos, suporte, disponibilidade e extremo comprometimento com a construção do saber.

Agradeço a todos os colegas pela acolhida, troca de conhecimento e bons momentos vividos durante o curso. Principalmente aos amigos Fernando Semenzato e Karen Ringis pelo carinho e apoio nessa jornada.

Por fim, agradeço em especial ao meu orientador Prof. Dr. João Batista Pamplona pela paciência, competência, ética e incansável disposição para me orientar não apenas durante a escrita desta dissertação, mas também durante o convívio em sala de aula.

Apreendi que a coragem não é a ausência do medo, mas o triunfo sobre ele.

Nelson Mandela

MAIELLARO, Bruna Borsetto. **Investidor Anjo no Brasil: um estudo sobre os critérios de seleção de investimento.** Universidade Municipal de São Caetano do Sul. São Caetanos do Sul, SP, 2020.

RESUMO

Diante do surgimento de novos modelos de negócios, permeados de tecnologia e organizados de forma mais fluida – as *Startups* -, o financiamento à inovação tem se descolado das estruturas formais, das grandes instituições financeiras, para fontes menos formais de financiamento, praticados pelos investidores anjo e outras fontes de capital de risco. No Brasil, a codificação do conhecimento a respeito dos critérios de seleção de investimento utilizados por investidores anjo ainda se faz necessária. Diante disso, o tema desta pesquisa é critérios de seleção de investimento anjo. A pesquisa busca responder à pergunta: quais critérios de seleção de investimento são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil? Para tanto foi realizada leitura crítica de diversas publicações a respeito do tema, assim como análise de publicações nacionais e internacionais, que tinham como objetivo identificar os critérios de seleção de investimento que são mais relevantes para os investidores anjo. Surgiu a indicativa de que o tema é pouco explorado no Brasil, e de que nem todos os critérios de seleção usados pelos investidores anjo foram contemplados nos estudos realizados. Para minimizar tal incipiência, foi feita pesquisa primária junto aos investidores anjo, com técnica de amostragem similar à *snowball*, contemplando, entre outros aspectos, aqueles relacionados à interação social. Como resultado, os critérios gerais de seleção de investimento, identificados em pesquisas já realizadas, foram reforçados e surgiu a indicativa de que a dimensão (de critérios) à interação social entre investidores anjo é relevante nesse processo.

Palavras-chave: Investidor anjo. Capital de risco. Critérios de investimento. Financiamento à inovação. Inovação.

MAIELLARO, Bruna Borsetto. **Investidor Anjo do Brasil: um estudo sobre os critérios de seleção de investimento.** Universidade Municipal de São Caetano do Sul. São Caetano do Sul, SP, 2020.

ABSTRACT

Faced with the emergence of new business models, permeated by technology and organized in a more fluid way - Startups -, innovation financing has been detached from formal structures, from large financial institutions, to less formal sources of financing, practiced by angel investors and other sources of venture capital. In Brazil, the codification of knowledge regarding the investment selection criteria used by angel investors is still necessary. In light of this, the theme of this research is criteria for selecting angel investment. The research seeks to answer the question: which investment selection criteria are most relevant for angel investors in Brazil? To this end, a critical reading of several publications on the topic was carried out, as well as analysis of national and international publications, which aimed to identify the investment selection criteria that are most relevant to angel investors. There was an indication that the topic is little explored in Brazil, and that not all the selection criteria used by angel investors were considered in the studies carried out. To minimize such incipience, primary research was carried out with angel investors, using a sampling technique similar to snowball, covering, among other aspects, those related to social interaction. As a result, the general investment selection criteria, identified in research already carried out, were reinforced and the indication that the dimension (of criteria) to the social interaction between angel investors is relevant in this process has emerged.

Keywords: Angel investor. Venture capital. Investment criteria. Financing innovation. Innovation.

Lista de Abreviaturas e Siglas

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
BA	<i>Business Angel</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CIA 2019	Congresso de Investimento Anjo 2019
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
IA	Investidor Anjo
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IDRC	<i>International Development Research Center</i>
IPO	Oferta Pública Inicial
ITESCS	Instituto de Tecnologia de São Caetano do Sul
MBA	<i>Master of Business Administration</i>
NVF	<i>New Venture Financing</i>
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PE	<i>Private Equity</i>
PINTEC	Pesquisa de Inovação
PPGA	Programa de Pós-graduação em Administração
ROI	Retorno Sobre o Investimento
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
TI	Tecnologia da Informação
USCS	Universidade Municipal de São Caetano do Sul
VC	<i>Venture Capital</i>

Lista de Figuras

Figura 1	Estágios do capital empreendedor	39
Figura 2	Processo de decisão do investidor anjo	51
Figura 3	Rota de acesso ao entrevistado nº 1	69
Figura 4	Rota de acesso ao entrevistado nº 2	70
Figura 5	Rota de acesso ao entrevistado nº 3	71
Figura 6	Rota de acesso ao entrevistado nº 4	71
Figura 7	Rota de acesso ao entrevistado nº 5	72

Lista de Gráficos

Gráfico 1	Total de investimento tipo <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> no Brasil (R\$ bilhões de reais em valores correntes)	40
Gráfico 2	Varição em % do total de investimentos realizados por <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> no Brasil	41
Gráfico 3	Evolução do número de investidores anjo no Brasil	45
Gráfico 4	Crescimento do investimento anjo em Milhões de Reais	46
Gráfico 5	Distribuição dos investidores por gênero	49
Gráfico 6	Principais critérios de seleção dos investidores anjo identificados na literatura internacional	56
Gráfico 7	Escolaridade dos entrevistados	75
Gráfico 8	Ano do primeiro investimento anjo (tempo de atuação)	77
Gráfico 9	Percepção de sucesso (distribuição percentual dos entrevistados com relação à taxa de sucesso)	78

Lista de Quadros

Quadro 1	Perfil do investidor anjo no Brasil	48
Quadro 2	Critérios de seleção de investimento do investidores anjo em pesquisas anteriores	53
Quadro 3	Descrição dos 17 Critérios de Seleção de investimento mais identificados em literatura internacional	54
Quadro 4	Critérios de seleção mais relevantes para investidores anjo - pesquisas anteriores	55
Quadro 5	Critérios de seleção utilizados na pesquisa de Machado (2015)	57
Quadro 6	Atributos tangíveis e intangíveis empregados na pesquisa de Horbucz(2015)	60
Quadro 7	Critérios de seleção utilizados na pesquisa de Amorim (2016)	62
Quadro 8	Critérios de investimento – time de gestão – usados por Amorim (2016)	63
Quadro 9	Resultado das pesquisas nacionais localizadas (por ordem de relevância)	65
Quadro 10	Proposta de Novos Critérios de Seleção a Serem Investigados	67
Quadro 11	Estrutura de variáveis da pesquisa	68
Quadro 12	Resultado das Entrevistas – Perfil e motivação do investidor	73
Quadro 13	Idade dos entrevistados	75
Quadro 14	Área geográfica de atuação declarada pelos entrevistados	76
Quadro 15	Percepção de sucesso	78
Quadro 16	Perfil médio dos investidores entrevistados	79
Quadro 17	Resultado das Entrevistas – comportamento do investidor	80
Quadro 18	Comportamento do investidor – cenário otimista	83
Quadro 19	Comportamento do investidor – cenário pessimista	84
Quadro 20	Resultado das Entrevistas – critérios de seleção – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento	86

Quadro 21	Critérios de seleção para os entrevistados que consideram 100% de investimento bem-sucedido	88
Quadro 22	Critérios de seleção para os entrevistados que consideram menor % de investimento bem-sucedido	89
Quadro 23 -	Critérios de seleção versus tempo de atuação do investidor	90
Quadro 24	Importância atribuída pelos entrevistados para cada critério de seleção	91
Quadro 25	Importância mais citada para cada critério de Seleção	92
Quadro 26 -	Critérios de seleção versus tempo de atuação do investidor	93
Quadro 27	Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: amigo em comum	94
Quadro 28	Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: relacionamento profissional anterior	97
Quadro 29	Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: amizade direta com o empreendedor	99
Quadro 30	Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: Mentor	101
Quadro 31	Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: indicação de oportunidade	104
Quadro 32	Hipóteses para investigação futura	107

Lista de Tabelas

Tabela 1	Importância atribuída aos problemas e obstáculos para inovar, pelas empresas que implementaram inovações de produto ou processo, por setor de atividades - Brasil – período 2012-2014	36
----------	---	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	31
1.1 Problema de pesquisa.....	32
1.2 Objetivos da pesquisa	33
1.3 Justificativa e relevância do trabalho.....	33
1.4 Organização do relatório do trabalho	34
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA DA PESQUISA	35
2.1 Financiamento à inovação.....	35
2.2 Capital de risco.....	38
2.3 Investidor anjo	41
2.3.1 Investidor Anjo no Brasil	44
2.3.2. Perfil do investidor anjo do Brasil	47
2.4 Processo de tomada de decisão	50
2.5 Critérios de seleção na literatura.....	52
2.5.1 Literatura internacional.....	52
2.5.2 Literatura nacional.....	57
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	65
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO TEÓRICA DA PESQUISA	73
4.1 Perfil e motivação do investidor.....	73
4.2 Comportamento do investidor	80
4.3 Critérios de investimento – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento	86
4.4 Critérios de investimento – Dimensão Interação Social	94
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	106
REFERÊNCIAS.....	111
Apêndice A – Comitê de especialistas	115
Apêndice B - Questionário	126
Apêndice C – Termo de consentimento	135

1 INTRODUÇÃO

O capital de risco tende a suprir as demandas por financiamento à inovação não atendidas pelas instituições financeiras formais, e nem tão pouco por iniciativas de fomento implementadas pelo Estado. Assim, o capital de risco está estruturado de maneira a atender as atividades de empresas que estejam ancoradas em inovação e tecnologia e, portanto, impregnadas de incertezas (MACHADO, 2015).

No início dos anos de 1980, a comunidade acadêmica começou a se mobilizar no sentido de construir e organizar o conhecimento a respeito do mercado de capital de risco. Esse conhecimento começou a se estruturar com a conceituação e compreensão dos processos realizados pelos fundos de *venture capital* e *private equity*, ou seja, com foco nos investidores voltados para empresas mais amadurecidas. Com o passar do tempo, o mercado de capital de risco, que atende empresas em seu estágio inicial de operação, constituído pelos investidores anjo e *seed capital*¹, passou a ser estudado também (AMORIM, 2016).

O primeiro estudo acerca de investidor anjo foi realizado por Wetzel, em 1983, nos Estados Unidos da América, estabelecendo-se assim o primeiro conceito de investidor anjo. Impulsionados por Wetzel outros pesquisadores passaram a estudar o investimento anjo, dentre eles pode-se destacar Mason e Harrison (1995), Bachher e Guild (1996), Prowse (1998), Liu (2000), Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011); Ding, Au e Chiang (2015); Machado (2015), Horbucz (2015), Amorim (2016); e Tenca, Croce e Ughetto (2016).

Contudo, os estudos mais contemporâneos migraram da conceituação e do entendimento a respeito do processo de investimento anjo e passaram a objetivar o entendimento acerca dos critérios de seleção de investimento utilizados pelos investidores anjo. No Brasil, o mesmo movimento é percebido. No entanto, as pesquisas sobre critérios de seleção de investimentos por parte dos investidores anjo ainda são poucas. Apenas três pesquisas com o objetivo de identificar os critérios de seleção mais relevantes no processo decisório dos investidores anjo do Brasil foram localizadas, demonstrando pouca pesquisa no Brasil. Devido à lacuna

¹ Fundos semente

existente, esta pesquisa tem como tema **critérios de seleção de investimento anjo**.

1.1 Problema de pesquisa

Do ponto de vista científico, problema é qualquer questão não resolvida que como tal abre espaço para discussão. Assim, qualquer questão não investigada pode receber tratamento científico de modo a fornecer sugestões e inferências a respeito de um problema (GIL, 2008).

A escolha do problema é feita pelo pesquisador com base em sua experiência e vivência, de forma que esta é influenciada pelo ambiente no qual o pesquisador está inserido. Estando assim o problema relacionado com características culturais, sociais e econômicas às quais o pesquisador tem contato. De igual forma os grupos e instituições com as quais o pesquisador convive acabam por influenciar a escolha do problema de pesquisa. Portanto, durante o processo de escolha do problema de pesquisa aspectos como relevância, oportunidade, comprometimento e modismo, devem ser analisados (FERRARI, 1982, apud GIL, 2008, p. 35).

A pergunta problema desta dissertação é: **quais critérios de seleção de investimento são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil?**

Segundo Gil (2008), o aspecto relevância está relacionado à obtenção de novos conhecimentos, quando tratado pelo ponto de vista científico. Está relacionado aos benefícios decorrentes de sua solução, quando determinado pelo ponto de vista prático. Os dois pontos de vistas foram considerados na escolha do problema desta pesquisa. Do ponto de vista científico, esse estudo colabora com a obtenção de novos conhecimentos haja vista a inserção de critérios de seleção ainda não estudados, ou pouco estudados, em âmbito nacional. Já do ponto de vista prático esta pesquisa auxilia as *Startups* brasileiras a gerir de forma mais pontual suas atividades de captação de recursos e, conseqüentemente, imprimir maior fluidez ao financiamento, à inovação no Brasil.

1.2 Objetivos da pesquisa

O correto delineamento dos objetivos garantem o sucesso da pesquisa. Podendo esse delineamento ser apenas geral ou específico também. Derivado do problema apresentado, esta pesquisa tem como objetivo geral investigar quais são os critérios de seleção de investimento utilizados pelos investidores anjo do Brasil, sendo acrescido por três objetivos específicos:

- Identificar e descrever os critérios de seleção de investimento, já citados na literatura acadêmica nacional, que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil.
- Identificar os critérios de seleção de investimento, já citados na literatura acadêmica nacional, que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil, que se consideram bem-sucedidos.
- Identificar se critérios de seleção de investimento relacionados ao processo de interação social, que ainda não foram estudados na literatura acadêmica nacional, são relevantes para os investidores anjo do Brasil.

1.3 Justificativa e relevância do trabalho

Ter identificado somente três pesquisas nacionais sobre os critérios de seleção de investimento de investidores anjo brasileiros conota o quão embrionários são os estudos acerca desta temática no Brasil. Não bastasse essa incipiência, a pequena amostra utilizada por essas pesquisas e a falta de uniformidade nos resultados obtidos, revelam insuficiências. A comparação dos resultados obtidos, por Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016), demonstra a existência de desconexão, impossibilitando a identificação mínima dos critérios que de fato são relevantes na seleção de investimento por parte dos investidores anjo do Brasil. Essa disformidade prejudica o acúmulo de conhecimento acadêmico e dificulta a adoção de postura mais adequada por parte dos empreendedores frente àquilo que os investidores anjo anseiam.

Além disso, existem indicativas que outras vertentes de pesquisa devem ser exploradas no tema. Leituras realizadas em materiais não acadêmico, como descrito a seguir, colocam luz sob a importância da interação social. A revista Exame (2014) realizou entrevista junto a vários empreendedores na intenção de investigar como

eles haviam conseguido receber aporte de capital via investidores anjo, dentre as entrevistas transcritas, a fala de Israel Salmen chama atenção ao declarar que “o investidor era antigo cliente na gestora de investimentos da qual eu fui sócio fundador”. Em linha ao exposto por Salmen, Fernando Cymrot, empreendedor aportado por investidores anjo, declarou durante abertura do festival de cultura empreendedora, coberta pela revista *Época Negócios* (2017), que “em 90% das vezes o investidor é alguém que está perto de você, te conhece muito bem e acredita no seu potencial. Só em 10% dos casos são pessoas que foram pegas pelo seu modelo de negócios”. Apesar deste tipo de visão impressionista exigir cautela, a importância das relações sociais na obtenção de recursos oriundo dos investidores-anjo se destaca e, portanto, é também objeto de estudo desta pesquisa. Sendo assim, é foco desta investigação a dimensão interação social, além daquelas já estudadas pelos demais pesquisadores nacionais.

1.4 Organização do relatório do trabalho

Esta pesquisa está organizada em 5 seções: introdução, fundamentação teórica da pesquisa, procedimentos metodológicos, resultados e discussão teórica da pesquisa, considerações finais e referências.

Na seção de fundamentação teórica da pesquisa estão descritos os conceitos e processos referentes ao financiamento à inovação, capital de risco, investidor anjo, processo de tomada de decisão dos investidores anjo, critérios de seleção trazidos tanto pela literatura internacional como nacional. Na seção de procedimentos metodológicos é detalhado o método de pesquisa e seu universo, essa seção traz informações sobre a estruturação do instrumento de pesquisa e da coleta de dados. A seção resultados e discussão teórica da pesquisa apresenta os resultados gerais de importância e priorização dos critérios de investimento. A quinta seção apresenta as últimas considerações do estudo, pontua os resultados relacionados à cada um dos objetivos desta pesquisa, e as limitações enfrentadas durante o estudo. Além disso, essa seção traz também um quadro de hipóteses como contribuição deste trabalho para as pesquisas futuras a respeito deste tema.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA DA PESQUISA

2.1 Financiamento à inovação

O desenvolvimento econômico de um país está intimamente associado aos processos de inovação. A inovação, principalmente a tecnológica, é um instrumento fundamental para que haja crescimento econômico e equidade social (PAMPLONA; YANIKIAN, 2015).

O financiamento à inovação é necessário. Usualmente, esses financiamentos, ou seja, a origem dos recursos aplicados na realização das atividades empresariais, são revelados na estrutura de capital da empresa. Tais recursos são adquiridos através de três fontes: recursos próprios, aporte de capital e endividamento (LUNA; MOREIRA; GONÇALVES, 2008). Contudo, custear inovação diverge do financiamento realizado a empresas com atuação consolidada, produtos estabelecidos e operação rotineira. Processos de inovação estão intensamente vinculados à atividade de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) ou à necessidade de emprego de alta tecnologia, bem como, de mão de obra altamente qualificada. Neste cenário surgem diversos limitadores do acesso ao crédito, sendo dois deles, segundo Luna; Moreira e Gonçalves (2008), a incerteza de sucesso do investimento e o entendimento divergente quanto ao risco, por parte do empreendedor e do investidor.

As incertezas, o risco elevado e a assimetria de informações, próprios de processo de inovação, seja de produtos ou de processos, geram falhas no mercado de financiamento, de modo que a atuação costumeira das instituições financeiras privadas, se faz insuficiente (PAMPLONA; YANIKIAN, 2015), haja visto que estas exigem prêmios e prazos ímpares para esse tipo de investimento.

Empresas brasileiras, independente de seu tempo de atuação no mercado e da sua estrutura de capital, encontram dificuldades em implementar processos de inovação (LUNA; MOREIRA; GONÇALVES, 2008). Essas dificuldades podem ser atribuídas, em grande parte, a razões econômicas, conforme demonstra dados extraídos da Pesquisa de Inovação 2014 (PINTEC 2014), realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), exposto na Tabela 1.

Tabela 1 - Importância atribuída aos problemas e obstáculos para inovar, pelas empresas que implementaram inovações de produto ou processo, por setor de atividades - Brasil - período 2012-2014.

	Serviços Selecionados	Eletricidade e gás	Indústria
Centralização da atividade inovativa em outra empresa do grupo	1,2%	12,3%	1,7%
Escassez de serviços técnicos	36,6%	29,0%	41,6%
Fraca respostas dos consumidores	39,3%	21,9%	39,9%
Dificuldade para se adequar a padrões	42,4%	20,6%	44,3%
Escassas possibilidade de cooperação	45,2%	23,8%	43,3%
Falta de informação sobre mercado	40,7%	36,6%	42,3%
Falta de informação sobre tecnologia	26,2%	33,4%	51,3%
Falta de pessoal qualificado	64,1%	53,1%	66,1%
Rigidez organizacional	40,3%	54,4%	42,6%
Escassez de fontes de financiamento	71,8%	31,3%	68,8%
Elevados custos da inovação	88,5%	64,7%	86,0%
Riscos econômicos excessivos	75,5%	69,9%	82,1%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de IBGE (2016).

Observando a Tabela 1, faz-se notório que no Brasil os três maiores obstáculos à inovação são: escassez de fontes de financiamento, elevados custos da inovação, e riscos econômicos excessivos. O principal fator que dificulta a implantação de atividades inovativas por parte das indústrias são os elevados custos de inovação, tendo sido este destacado por 86% das indústrias ouvidas pela Pintec. O segundo e terceiro fatores mais apontados foram riscos econômicos excessivos e escassez de fontes de financiamento, retratados por 82,1% e 68,8% das indústrias, respectivamente. Para o setor de serviços selecionados, o ranqueamento dos três maiores obstáculos à inovação permanece o mesmo, sendo o principal deles os elevados custos de inovação, seguidos pelos riscos econômicos excessivos e escassez de fontes de financiamento, tendo sido assinalados, sequencialmente, por 88,5%, 75,5% e 71,8% das empresas que participaram da pesquisa. Já para o setor de eletricidade e gás este quadro se altera, uma vez que a escassez das fontes de financiamento não ocupa um dos três fatores mais dificultantes à inovação. Porém,

os riscos econômicos excessivos e os elevados custos de inovação continuaram recebendo o maior percentual de apontamento pelas empresas, sendo destacados, consecutivamente, por 69,9% e 64,7% delas.

Em vias de minimizar este hiato, a atuação governamental no financiamento à inovação se faz necessária. O Estado surge então como uma alternativa ao financiamento das empresas, principalmente quando essas estão conduzindo processos de inovação (PAMPLONA; YANIKIAN, 2015). Corroborando com esta visão Mazzucato (2014, p. 26) cita que

[...] a maioria das inovações radicais, revolucionárias, que alimentam a dinâmica do capitalismo – das ferrovias à internet, até a nanotecnologia e farmacêutica modernas - aponta para o Estado na origem dos investimentos “empreendedores” mais corajosos, incipientes e de capital intensivo.

O fato do Estado não ter que gerenciar a necessidade de retorno financeiro de suas operações faz com que os impedimentos ao financiamento à inovação, por parte do governo, sejam amenizados (PAMPLONA; YANIKIAN, 2015). Neste sentido, no Brasil, diversas políticas públicas foram implementadas para estimular a inovação. Parte delas estão representadas nas seguintes normas: as alterações da Lei de Informática (Lei nº 8.248/91), a Lei Federal Brasileira de Inovação (Lei nº 10.973/04), a Lei do Bem (Lei nº 11.196/05), e a criação dos Fundos de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico (PAMPLONA; YANIKIAN, 2015).

Mazzucato (2014), ao citar financiamentos concedidos por bancos de investimentos estatais, aponta que a atuação do Estado não se limita à redução de riscos mas se estende para o papel de empreendedor ao direcionar recursos “para áreas novas e cheias de incerteza”. Contudo, Mazzucato (2014) também destaca que o Estado pode vir a repetir a postura das instituições financeiras privadas, ao atuar de forma burocrática e morosa, restringindo-se ao papel estritamente formal e financeiro do processo de financiamento à inovação. No Brasil, o financiamento realizado pelo governo ainda é passível de críticas devido à falta de constância e grande pulverização dos aportes praticados (PAMPLONA; YANIKIAN, 2015). Tais características dificultam os investimentos em inovação, ou seja, as empresas nem sempre conseguem acesso ao montante necessário e, em sua maioria, recebem os recursos de maneira irregular e até mesmo, descontinuada, impedindo a consolidação do processo inovativo.

Diante desta realidade, as fontes privadas de capital de risco apresentam-se como uma possibilidade no enfrentamento à escassez das fontes de financiamento percebida pelas organizações inovadoras.

2.2 Capital de risco

O capital de risco se contrapõe à escassez de financiamento advinda da assimetria de informação existente entre empreendedores e investidores, sendo uma fonte mais acessível e contínua de financiamento à inovação, uma vez que a participação do investidor na gestão do projeto minimiza os riscos da operação (LUNA; MOREIRA; GONÇALVES, 2008). O financiamento através do capital de risco acontece por meio da troca dos recursos financeiros do investidor por participação no capital da empresa, seja via ações ou por outros ativos. No entanto, a literatura apresenta diversas definições para capital de risco, estando algumas delas apresentadas abaixo por ordem cronológica, de modo a permitir a percepção da evolução do pensamento a respeito desta modalidade de financiamento.

Para Kortum e Lerner (2000), capital de risco é investimento feito a empresas privadas, jovens, na qual o investidor além de aportar recursos financeiros, assume o papel de diretor, ou de assessor, ou de gerente. Já Landstrom (2007) define capital de risco como o financiamento direcionado para empresas não participantes do mercado de ações, porém com capacidade de crescimento latente e possibilidade de inserção no mercado internacional, realizado por investidor, seja pessoa física ou jurídica, com acentuada disponibilidade financeira. Contudo, Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008, p.13), conceituam capital de risco através das modalidades de *venture capital* (VC) e *private equity* (PE), explicando que estes são:

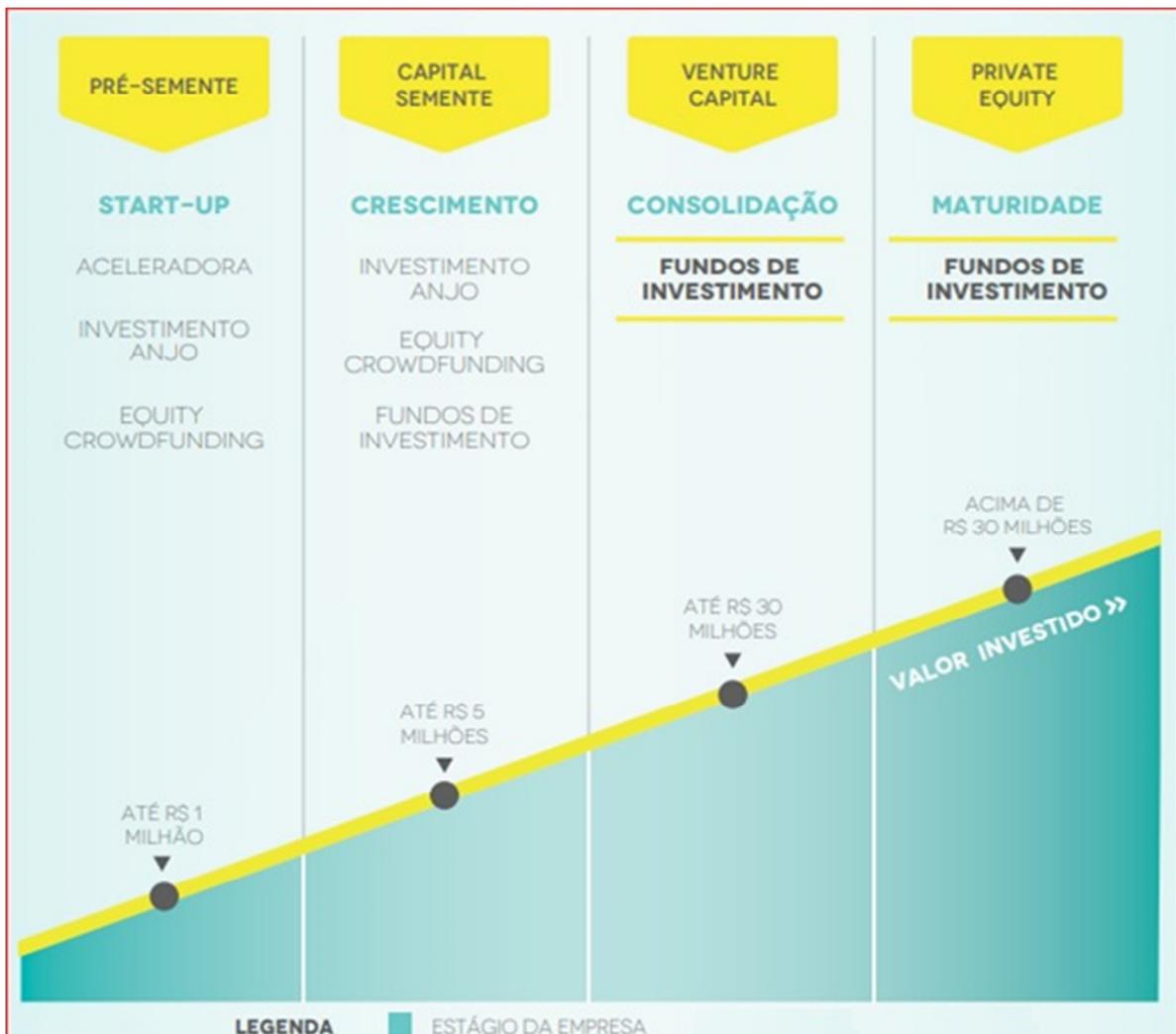
[...] segmentos do mercado financeiro que consistem fundamentalmente em aporte temporário de capital, realizado por um fundo de VC/PE, por meio de participação no capital de empresas com potencial de crescimento e expectativa de grande valorização.

Apesar do distanciamento temporal, as definições trazidas pelos autores convergem para o fato de que capital de risco é o financiamento direcionado para empresas em início de suas atividades com grande perspectiva de crescimento e valorização. É frequente também que os autores dividam capital de risco em dois grupos: *venture capital* e *private equity*, assim como Landstrom (2007). Neste

sentido, Ribeiro (2005) destaca, que fundos *venture capital* (VC) se caracterizam pela prática participativa de seus gestores na empresa aportada, devido ao estágio inicial destas. Contribuindo também, com essa visão separatista, Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005) configuram *private equity* (PE) como investimento financeiro, ainda com o envolvimento do gestor do fundo nas atividades da empresa aportada, porém direcionado para empresas mais maduras, que já tenham ultrapassado os estágios iniciais de suas atividades.

Horbucz (2015) apresenta capital de risco como um tipo de financiamento composto por diversas modalidades: investimento anjo, *seed capital* também conhecido como fundo semente, *venture capital* e o *private equity*. Essas modalidades guardam relação com o estágio de desenvolvimento da empresa investida, conforme Figura 1.

Figura 1 - Estágio do capital empreendedor

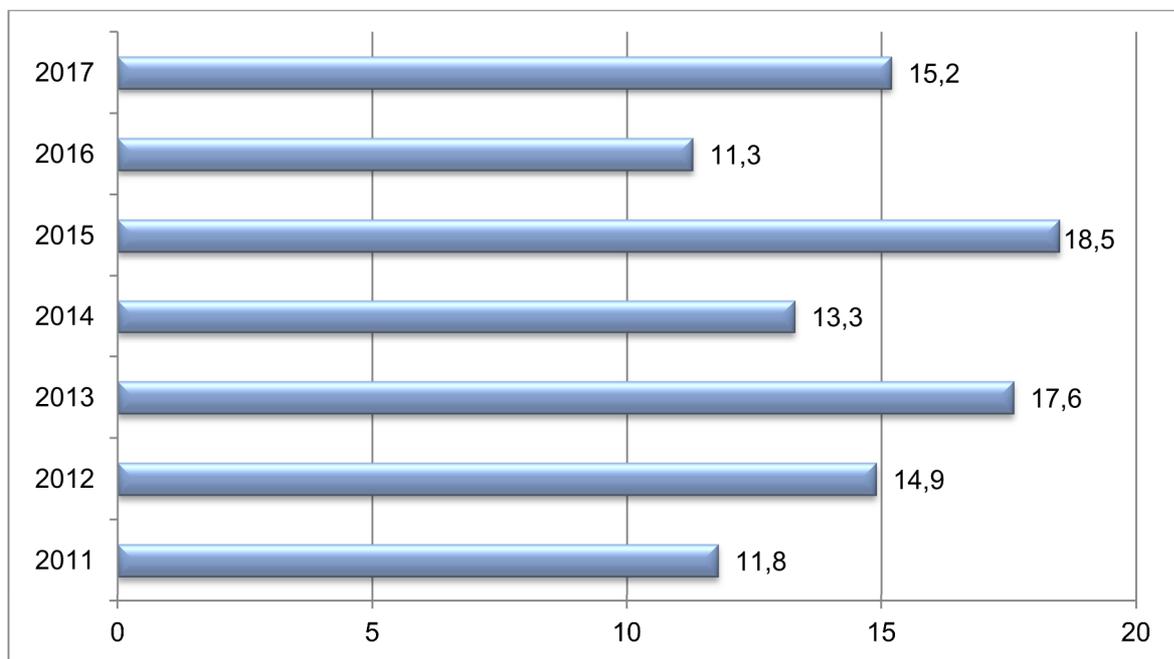


Fonte: SEBRAE (2015, p. 4).

A Figura 1 é uma representação esquemática dos estágios do que o SEBRAE chama de “capital empreendedor” e suas respectivas fontes de financiamento. Nesta representação, é possível delimitar que a atuação dos investidores anjo está restrita aos estágios iniciais do desenvolvimento empresarial, sendo, portanto, responsáveis pelo financiamento de empresas nascentes. Em sequência vislumbra-se que conforme as empresas evoluem, e se tornam mais amadurecidas, outras modalidades de capital de risco passam a financiá-las. Assim, empresas mais consolidadas devem buscar financiamento junto aos fundos de *private equity*. Portanto, a forma de atuação do capital de risco é diferenciada e determinada por aspectos inerentes ao empreendimento atendido (HORBUCZ, 2015).

No Brasil, os investimentos realizados pelas modalidades *private equity* (PE) e *venture capital* (VC) de fundos de capital de risco têm ganhado relevância, conforme Gráfico 1.

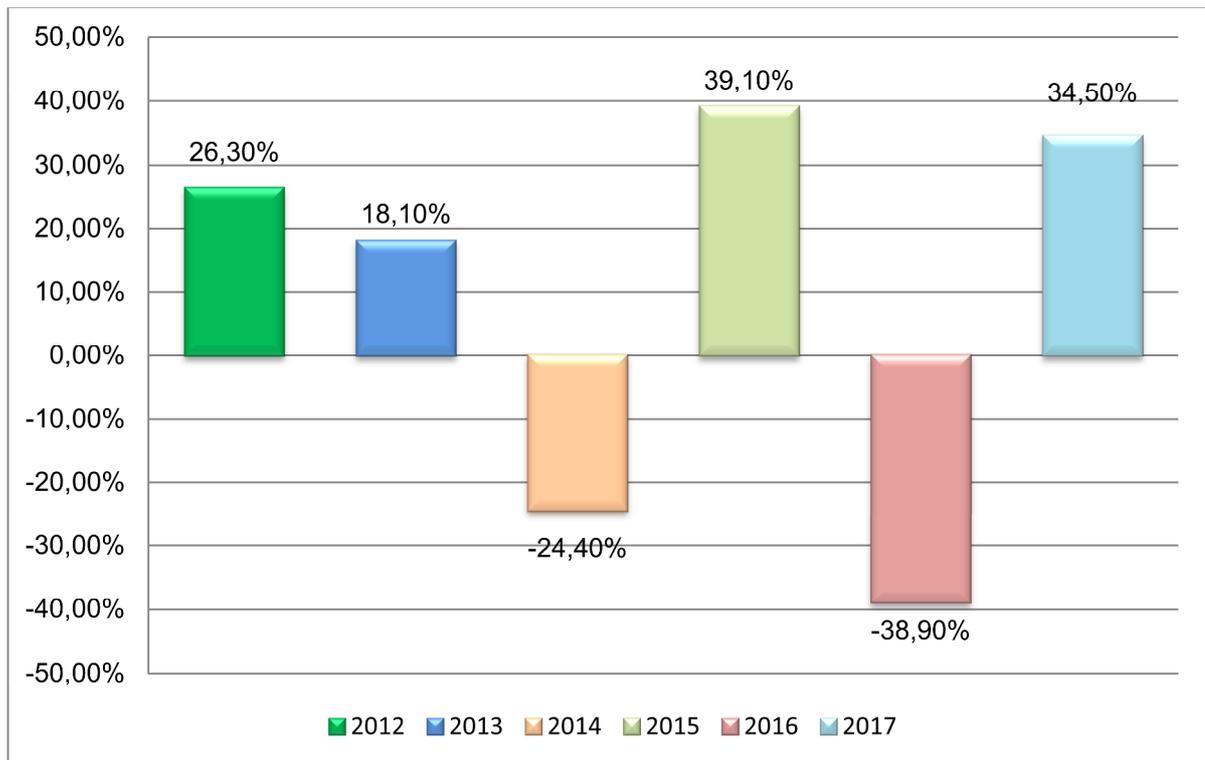
Gráfico 1 - Total de investimento tipo *private equity* e *venture capital* no Brasil (R\$ bilhões de reais em valores correntes)



Fonte: ABVCAP (2018, p. 13).

A variação em percentual do total de investimentos realizados por estas fontes de financiamento à inovação é apresentada pelo Gráfico 2, que traça o comparativo, entre exercícios, dos aportes efetuados.

Gráfico 2 - Variação em % do total de investimentos realizados por *private equity* e *venture capital* no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de ABVCAP (2018, p.13).

Ao analisar o Gráfico 2 nota-se que os anos de 2012, 2013 e 2015 foram mais promissores quanto ao incremento no total investido pelos fundos de capital de risco e que, no entanto, nos dois últimos exercícios houve uma retração nos aportes realizados. Percebe-se ainda que há oscilação considerável no volume de recursos mobilizados. Todavia, cabe ressaltar que o levantamento realizado pela Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP) exclui os valores transacionados por outras modalidades de capital de risco, como os investimentos de investidores anjo. Tendo em vista essa defasagem de informação e o ambiente de incertezas econômicas e políticas no qual o Brasil estava envolvido nestes períodos, o financiamento à inovação, ofertado pelos fundos de capital de risco, é ainda pouco expressivo e com volumes oscilantes.

2.3 Investidor anjo

A maioria das conceituações de investidores anjo trazida pela literatura se aproxima ao caracterizá-lo como pessoa física, com farta disponibilidade financeira, que investe em pequenas empresas em estágio inicial. Parte destas conceituações é

apresentada a seguir, também respeitando a cronologia da construção do pensamento e permitindo o acompanhamento evolutivo a respeito do tema.

O primeiro estudo acerca de investidor anjo foi realizado por Wetzel, em 1983, nos Estados Unidos da América. Nesta primeira definição, Wetzel (1983, p. 23), aponta que investidores anjos são

investidores que preenchem o que os outros evitam no capital de risco, promovendo fundos de desenvolvimento para empreendedores de base tecnológica, capital inicial que não atinge os critérios de tamanho e crescimento para investidores profissionais de capital de risco.

O autor já exibiu que o suprimento à escassez de fontes de financiamento e a aceitação das incertezas, naturais das empresas nascentes, é o que caracteriza o investidor anjo. Reforçando esta visão, Mason e Harrison (1995, p. 153), destacam que investidores anjo são “investidores privados, que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, tratando com os quais não existe conexão familiar”. Contudo, acrescentam a desassociação do relacionamento familiar do investidor com empreendedor, de modo que elos familiares e financeiros não se entremesiam. O confronto destas duas conceituações denota a evolução que as pesquisas trouxeram para o conhecimento a respeito do tema, possibilitando a construção de novas concepções em relação a ele.

Avançando para 1996, os estudos a respeito de investidores anjos evoluem, e Bachher e Guild (1996) identificam esses investidores com “Indivíduos à parte dos empreendedores e da família, que investem seus próprios fundos em companhias privadas”. Essa óptica ratifica a ênfase dada à desvinculação social do investidor com o investido, conforme externado por Mason e Harrison (1995). Entretanto, a definição de Bachher e Guild (1996) se mostra menos detalhada em relação ao estágio de desenvolvimento da empresa aportada, haja vista que apenas a discrimina como privada, sem fazer qualquer menção ao grau de amadurecimento desta, tornando a conceituação frágil uma vez que o capital anjo é direcionado exclusivamente para empresas em estágios iniciais de desenvolvimento.

Dilatando o conhecimento a respeito de investidor anjo, Prowse (1998, p. 786) manifesta sua interpretação quanto a este tipo de investidor, elucidando que:

Um anjo é um provedor de capital de risco para pequenas empresas privadas. Por capital de risco, quero dizer capital societário (ou perto de capital próprio, como empréstimos de investidores que também têm uma posição patrimonial na empresa). O provedor é um indivíduo rico, não um

intermediário, como uma pequena empresa de investimentos ou uma sociedade limitada de capital privado. Tais indivíduos não são o empreendedor principal ou sua família. (PROWSE, 1998, p. 786, tradução nossa).

A explicação de Prowse (1998) incorpora as definições já expostas, enfatizando a atuação individual do investidor anjo e resgatando a identificação da fase de desenvolvimento da empresa investida, esclarecendo que elas são empresas nascentes, ou seja, em fase inicial de desenvolvimento e, portanto, pequenas.

De maneira assertiva e pontual, Liu (2000, p.2), destaca que:

Os anjos são tipicamente pessoas de alto patrimônio líquido que investem seus fundos pessoais em empresas em estágio inicial. Além de fornecer capital, esses investidores também tendem a contribuir com seu conhecimento em gestão e na área de atuação das empresas iniciantes (LIU, 2000, p. 2, tradução nossa).

Esse olhar, além de contemplar todo o arcabouço construído pelos trabalhos anteriores, ainda destaca a participação gerencial e de mentoria realizada pelo investidor anjo, aspecto até então negligenciado nas demais definições. A interpretação da fala de Liu (2000) torna aparente a importância do estudo cronológico de uma definição.

As definições mais clássicas de investidores anjo, anteriormente apresentadas, ainda são utilizadas em pesquisas contemporâneas como as de Lindsay (2004), Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011); Ding, Au e Chiang (2015); e Amorim (2016). Contudo, a atuação individual do investidor anjo deixou de ser compulsória, e hoje, a atuação coletiva já é aceita como uma forma de desenvolvimento desta modalidade de investimento, tal como expressa Ramadani (2009) e Degennaro (2010) ao citar que os investidores anjo têm se organizado em redes de investidores de modo a acumular *expertises* e dividir o tempo, o trabalho, os riscos e, até mesmo, os recursos financeiros, possibilitando a diversificação da carteira de investimento destes investidores.

Esta nova característica de atuação conjunta, assumida pelos investidores anjo é expressa por Tenca, Croce e Ughetto (2016, p.1), ao declararem que:

Os investidores anjo são indivíduos ricos, geralmente antigos empresários ou profissionais, que investem seu próprio dinheiro em *startups* promissoras nas quais não têm conexão direta, em troca de participação acionária, atuando sozinho ou através de redes semiformais (TENCA et al., 2016, p.1, tradução nossa).

A definição de Tenca, Croce e Ughetto (2016), além de destacar a atuação dos investidores anjo em grupo, reforça o aspecto de desvinculação social do investidor com o investido, e aponta o estágio inicial de desenvolvimento da empresa aportada ao citar que são *Startups*. Contudo, a definição ainda assim se mostra incompleta por não mencionar a atuação do investidor anjo no empreendimento investido, seja por meio de participação gerencial, ou mentoria.

Machado (2015, p.46) coloca que devido ao fato das obras por ele consultadas não mencionarem a “inovação inerente às startups”, nasceu a precisão de estabelecer uma nova conceituação para investidores anjo, de modo que ele o faz declarando que investidores anjo são “indivíduos que investem seu próprio dinheiro em novos e crescentes negócios, normalmente com potencial inovativo ligado à tecnologia, e com os quais não há conexão familiar” (MACHADO, 2015, p.46). Porém, a crítica posta por Machado (2015) não se justifica frente ao fato de Wetzel (1983), por ele estudado, apontar que as empresas que recebem recursos dos investidores anjo são de base tecnológica.

Assim, para vias desta pesquisa, a definição de investidor anjo trazida por Liu (2000) será a adotada, considerando porém, a possibilidade de atuação coletiva deste, por intermédio de uma associação de investidores anjo.

2.3.1 Investidor Anjo no Brasil

No Brasil, em 2011, conforme pontuado pela Anjos do Brasil² (2015), havia 5.300 investidores anjo, que investiram 450 milhões de reais. Já em 2013, segundo publicação feita pela revista Exame (2014) com base no levantamento realizado pela Anjos do Brasil, o país contava com 6.450 investidores anjo, com potencial de investimento totalizando 2,6 bilhões de reais. Dando continuidade à série de crescimento apresentada, em 2014 nova expansão aconteceu e o Brasil passou a contar com 7.060 investidores anjo que empenharam 688 milhões de reais em investimentos (ANJOS DO BRASIL, 2015). No ano de 2016, a Anjos do Brasil informou que no final de 2015, o número de investidores anjo do país havia atingido a marca de 7.260 investidores, com potencial de investimento de 1,7 bilhão de reais.

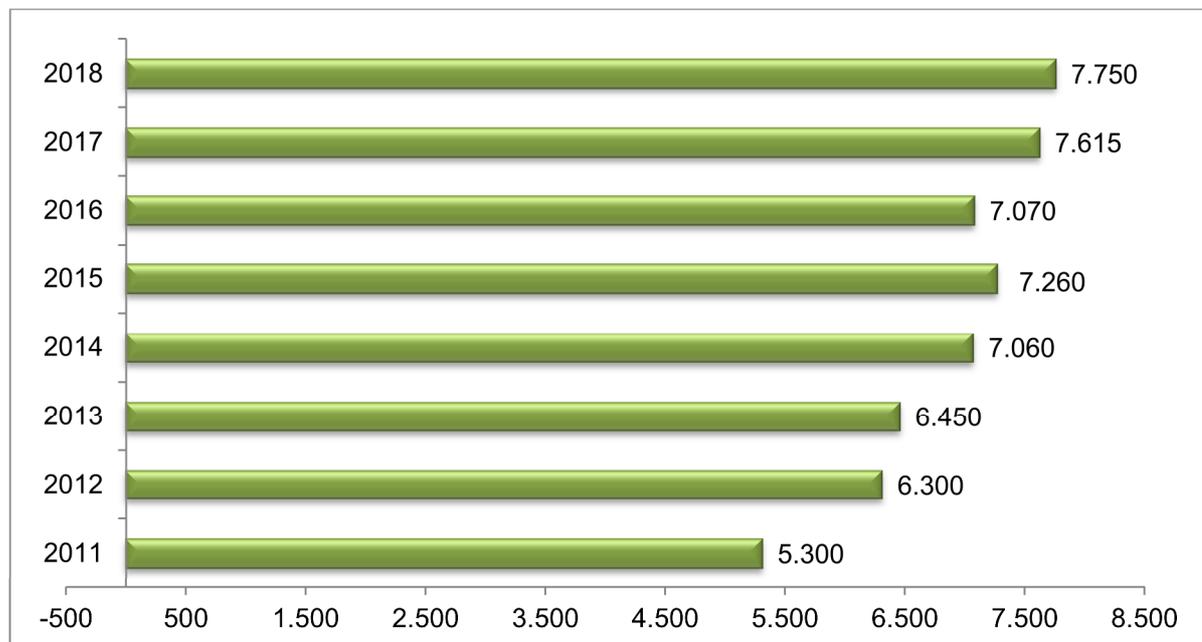
² A Anjos do Brasil é uma organização sem fins lucrativos que tem como objetivo fomentar o crescimento do investimento anjo para o apoio ao empreendedorismo de inovação brasileiro.

Em linha ao apontado até então, em 2017 o mercado de investimento anjo cresceu mais uma vez, totalizando 7.615 investidores anjo e 984 milhões de reais investidos (ANJOS DO BRASIL, 2018).

Em complemento a esses dados, informações mais recentes quanto ao crescimento do número de investidores, e quanto aos valores médios investidos, foram coletadas no Congresso³ realizado pela Anjos do Brasil. Os dados apresentados foram coletados pela Anjos do Brasil por meio de pesquisa realizada sob seus cuidados⁴.

A evolução do número de investidores anjo no Brasil pode ser vista no Gráfico 3.

Gráfico 3 - Evolução do número de investidores anjo no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Anjos do Brasil (2015); Exame (2014); Anjos do Brasil (2016); Anjos do Brasil (2018); Anjos do Brasil (2019).

Apesar de a Anjos do Brasil não detalhar o procedimento metodológico utilizado em suas pesquisas, os dados trazidos por estas foram tomados como base

³ Informações coletadas durante participação no Congresso de Investimento Anjo 2019 (CIA2019) realizado em 26 de Junho de 2019, pela Anjos do Brasil, no espaço Cubo Itaú, situado na Alameda Vicente Pinzon – Vila Olímpia - SP.

⁴ A respeito da pesquisa realizada a Anjos do Brasil observou que: participaram da pesquisa investidores de diversos grupos de investimento anjo, como Curitiba Angels, Gávea Angels, GV Angels, Insper Angels, MIT Angels, LAAS, além de muitos investidores anjos independentes. Os resultados desta pesquisa levam em consideração tanto investidores proativos (que buscam oportunidade de investimento) quanto passivos (que investem somente quando são procurados). A metodologia desta pesquisa é baseada em dados amostrais extrapolados, seguindo metodologias utilizadas por pesquisas internacionais similares.

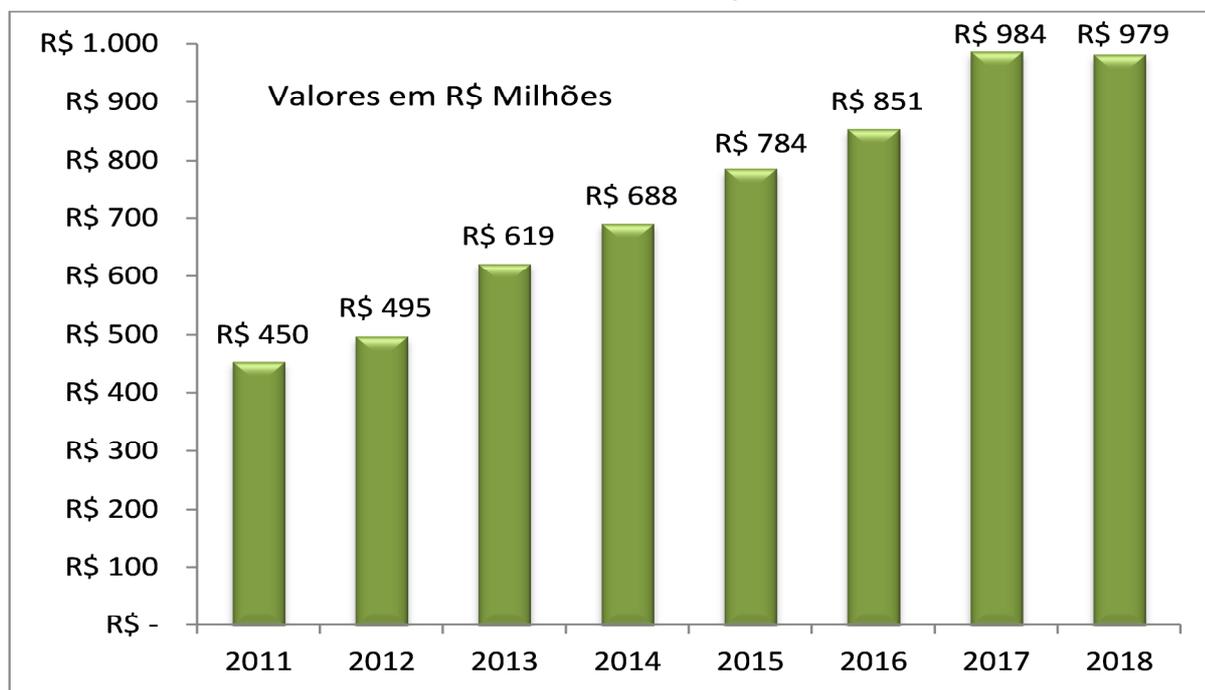
para a elaboração do Gráfico 3, por terem sido os únicos disponíveis, haja vista que instituições como SEBRAE e ENDEAVOR ainda não divulgaram nenhuma pesquisa que objetivasse mapear a evolução do número de investidores anjo brasileiros e do montante investido por eles.

A análise do Gráfico 3 permite verificar a evolução do mercado de investimento anjo. O crescimento do número de investidores do ano de 2011 para o ano 2018 foi de 46,23%.

A leitura do Gráfico 3 sugere ainda que o número de investidores anjo do Brasil se mantém em crescimento, passando de 7.615 investidores no ano de 2017 para 7.750 investidores no ano de 2018.

A pesquisa realizada pela Anjos do Brasil apresentou também a evolução dos valores médios aportados pelos investidores anjo do Brasil, como apresenta o Gráfico 4.

Gráfico 4 - Crescimento do investimento anjo em Milhões de Reais



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Anjos do Brasil (2019)

O Gráfico 4 atualiza o valor do investimento anual realizado pelos investidores anjo do Brasil. Sua análise confirma o significativo crescimento destes valores entre o ano de 2011 e 2017, e evidencia uma queda de 0,5% no montante dos investimentos do ano de 2017 para o ano de 2018. Essa redução no valor total

relewa uma mudança significativa na evolução do montante de investimento. No período de 2011 até 2017 o montante de investimento cresceu em média 14,05%. Já no ano de 2018 essa trajetória é revertida para um decréscimo, ainda que pequeno, o relevante é que inverte-se a trajetória. A situação macroeconômica brasileira do período (quase estagnação econômica) é uma boa hipótese para explicar o fenômeno.

Mesmo havendo a queda no montante dos investimentos do ano de 2017 para o ano de 2018, observa-se que o aumento do montante de investimentos realizados em reais chegou a 117,55%, saindo da casa de 450 milhões, em 2011, para R\$ 979 milhões em 2018. Tal crescimento reforça a importância deste mecanismo de financiamento no fomento à inovação e no incremento econômico brasileiro.

Outro fator que denota a importância do capital anjo para o bom desenvolvimento dos processos inovativos é a criação de leis que proporciona maior segurança ao investidor e, conseqüentemente, estimula a captação de recursos direcionados às novas empresas de base tecnológica – as *startups*. Como exemplo dessas medidas que buscam canalizar investimentos para as *startups* pode-se citar a Lei 155/2016, a qual isenta o investidor anjo da responsabilidade solidária para com as empresas investidas, conferindo-lhes maior autonomia e confiança no desenvolver de seus investimentos ao eximí-lo da responsabilidade por dívidas da *startup* investida (DE NEGRI, 2018), diminuindo portanto os riscos desses investimentos. Dados tais aspectos, o valor do conhecimento, a respeito das práticas e critérios de seleção utilizados pelos investidores anjo, se mostra espontaneamente e, conseqüentemente, a literatura acadêmica vem explorando essas vertentes.

2.3.2. Perfil do investidor anjo do Brasil

Algumas pesquisas já foram realizadas com o propósito de identificar o perfil do investidor anjo do Brasil, dentre elas duas são as mais citadas, sendo a primeira conduzida no New Venture Financing Project – NVF⁵, durante o segundo semestre

⁵O projeto NVF(1999-2002), uma iniciativa abrangente orientada ao desenvolvimento do Mercado de Venture Capital na Argentina, Brasil, Chile e Uruguai, contando com equipes desses países e apoio financeiro do International Development Research Center (IDRC), do Canadá. O projeto compreendeu levantamentos pioneiros do perfil dos empreendedores de empresas de base tecnológica e de investidores anjo, e o levantamento das barreiras e problemas da indústria de *Venture Capital* e recomendações de política pública.

de 2001. Essa pesquisa foi realizada com participantes dos estados de Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo, porém teve maior concentração de respondentes no estado do Rio de Janeiro (BOTELHO et al., 2006). A segunda pesquisa, de menor abrangência, foi realizada junto aos investidores da Gávea Angels⁶, teve como foco investidores da cidade do Rio de Janeiro, e aconteceu no ano de 2005 (BOTELHO et al., 2006). O resultados destas pesquisas foram tabulados e se apresentam no Quadro 1.

Quadro 1 – Perfil do investidor anjo no Brasil.

(continua)

Projeto NVF	Gávea Angels
Dados Demográficos	
Idade	
As idades variaram entre 22 e 62 anos. A idade média (n=34) é de 43 anos e a faixa etária predominante é de 30 a 50 anos.	A idade média é de 51 anos, sendo que 27% dos associados possuem menos de 30 anos, e 63% acima de 48 anos.
Sexo	
A quase totalidade dos anjos (94%) é do sexo masculino.	A totalidade dos investidores é do sexo masculino.
Educação	
O nível máximo de educação formal por eles alcançado foi o de pós-graduado (46%), seguido de graduado (43%). A quase totalidade (91%) tem pelo menos a graduação completa, mas apenas 3% possuem uma formação máxima de doutorado.	Os investidores possuem uma boa formação: 27 % são graduados e 73%, além da graduação, possuem títulos de Pós-Graduação ou MBA em universidades consagradas no exterior e no Brasil. Nenhum dos entrevistados possui uma formação máxima de doutorado
Aspectos Econômicos-Financeiros dos Investidores	
Montantes médios que estariam dispostos a investir em cada oportunidade	
73% preferem investir um montante <u>máximo</u> até R\$ 100 mil.	O valor médio mínimo do grupo foi de R\$ 33.636,00, e o valor médio máximo do grupo foi de R\$ 85.454,00, e a média global ficou em R\$ 59.545,00.
Porcentagem do Patrimônio Investido	
Dos entrevistados que já haviam investido em empresas emergentes, 57% o fizeram utilizando até 6% de seus ativos.	Os investidores entrevistados pretendem alocar uma média de, no máximo, 13,8% de seu patrimônio para o financiamento de empresas nascentes.
Número de investimentos que os entrevistados pretendem realizar anualmente	
Vinte e seis anjos (81%) realizaram 61 investimentos em empresas emergentes nos últimos 12 meses, tendo a maioria investido em somente uma empresa.	O valor médio máximo encontrado foi o de dois investimentos por ano.

⁶A Gávea Angels é uma rede de investidores anjo do Brasil. Ela se constitui como uma associação privada, sem fins lucrativos, formada por pessoas físicas e jurídicas, com o propósito de investir recursos financeiros e *smart money* em *startups*.

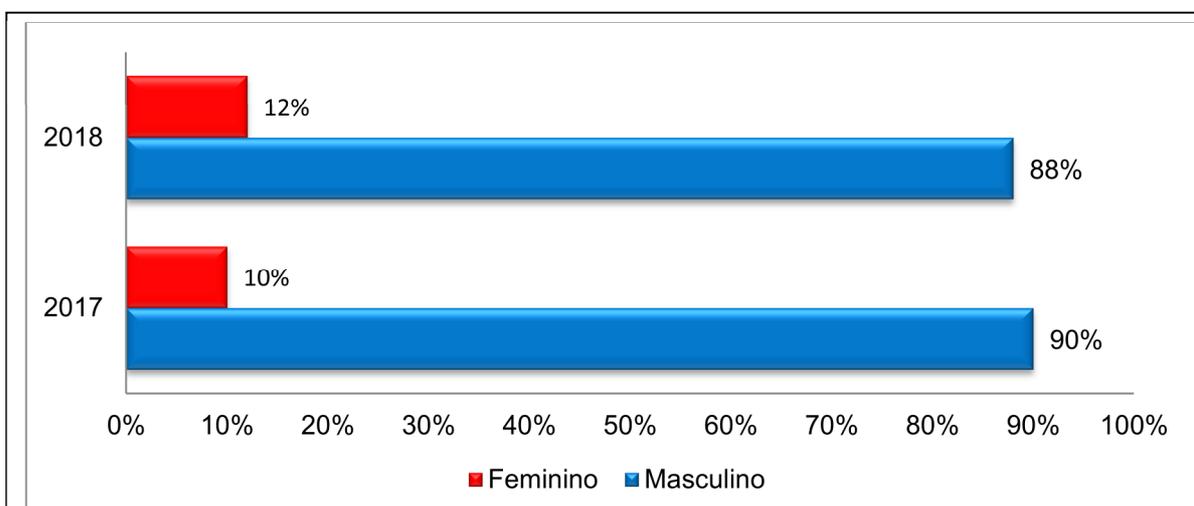
(conclusão)

Taxa média anual desejada de retorno do investimento	
50% preferem <u>no mínimo</u> uma taxa média anual de retorno do investimento na faixa de 12 a 21,5% (n=18).	A média do valor mínimo do grupo foi de 21,5%, e a do valor máximo de 76,25%. A média global da expectativa de retorno esperado ficou em 48,87%.
Tempo esperado de retorno do investimento (período de payback)	
37% preferem <u>no máximo</u> um tempo de retorno do investimento (período de <i>payback</i>) entre 4 e 6 anos.	O tempo médio máximo de espera para o retorno do investimento é de seis anos. No entanto, 45% dos entrevistados estão dispostos a esperar entre sete e oito anos para obter o retorno.
Participação acionária desejada	
95% preferem ter uma participação acionária <u>entre 12 e 33%</u> .	Para o grupo de investidores varia, em média, entre 35% (mínima) e 50% (máxima).
Motivação Para Investir	
As principais motivações para relizar o primeiro investimento em empresas emergentes foram: 1-possibilidade de obter maior ganho ou rentabilidade relativamente a outros tipos de investimentos; 2- confiança no empreendedor ou na equipe gerencial, e 3- satisfação pessoal do investidor	As principais motivações explicitadas nos discursos foram: 1- apoiar o empreendedorismo; 2- desafio de lidar com esta classe de ativos em nosso país; 3-manter-se ativo e atualizado; e 4- retorno financeiro e diversificação do portfólio de investimentos.

Fonte: Botelho et al. (2006, p. 24).

Apesar das duas pesquisas, apresentadas no Quadro 1, não terem obtido resultados similares, até mesmo pela diferença de abrangência delas, os achados são congruentes e uma análise atenta permite avaliar que a maior parte dos investidores entrevistados tem idade superior a 40 anos, estando eles concentrados na faixa etária de 40 a 52 anos. Quanto ao sexo dos investidores anjo do Brasil, os dados são categóricos e destacam a predominância masculina, tal característica foi reforçada com os dados da pesquisa realizada pela Anjos do Brasil, como visto no Gráfico 5.

Gráfico 5 - Distribuição dos investidores por gênero



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Anjos do Brasil (2019)

Apesar do Gráfico 5 reforçar a predominância masculina no setor de investimento anjo, ele sugere leve incremento da participação feminina neste mercado, tendo as mulheres representado 12% destes no ano de 2018.

Já, em relação ao perfil educacional dos investidores brasileiros, as pesquisas trouxeram resultados desiguais, o que demonstra que no Brasil é possível encontrar investidores com diversos graus de escolaridade. Contudo, percebe-se que a maioria dos investidores anjo do Brasil é no mínimo graduado.

Quanto ao perfil econômico-financeiro dos investidores, as pesquisas apresentadas no Quadro 1 também trouxeram informações assimétricas mas, assim como feito em relação ao perfil demográfico, é possível tecer algumas ponderações. No tocante ao montante médio que os investidores estão dispostos a investir, pode-se verificar que o valor médio máximo não ultrapassa R\$ 100.000,00. Com referência ao número de investimentos a ser realizado pelos entrevistados, a participação acionária pretendida, e a taxa média anual de retorno desejada, as duas pesquisas trazem informações extremamente distintas, o que impossibilita a determinação de uma condição balizadora daquilo que é desejado pelos investidores anjo do Brasil. Cabe ressaltar, porém, que as pesquisas, além de terem abrangências distintas, também foram realizadas com um intervalo de tempo, entre elas, de aproximadamente 4 anos. De tal forma, os aspectos relativos ao ambiente econômico e a percepção de risco eram diferentes no momento da aplicação de cada uma delas e, possivelmente, as respostas foram afetadas por esses aspectos.

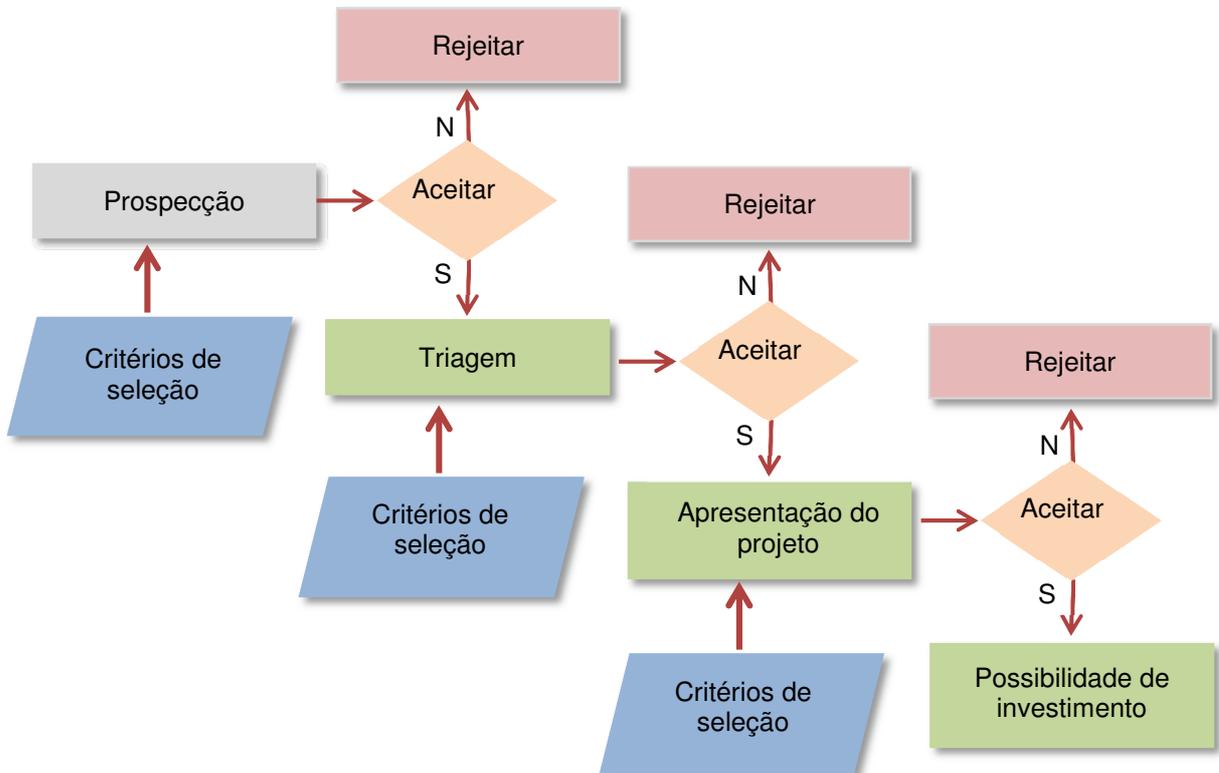
No tocante, ao tempo esperado de retorno do investimento (período de *payback*) é admissível indicar, através da análise dos resultados das pesquisas, que em média o investidor anjo brasileiro espera ter retorno do investimento em 6 anos.

2.4 Processo de tomada de decisão

A literatura acadêmica a respeito de *venture capital* (VC) serviu como base inicial para que pesquisadores identificassem o processo de tomada de decisão dos investidores anjo. Conforme Teybjee e Bruno (1984), a tomada de decisão dos investidores de VC se dá em cinco etapas: origem do negócio; triagem do negócio; avaliação do negócio; estruturação do negócio e atividades pós-investimento.

Objetivando conhecer a tomada de decisão dos investidores anjo, Brush, Edelman e Manolova (2012) apresentam um modelo estruturado conforme Figura 2.

Figura 2 - Processo de decisão do investidor anjo



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Brush, Edelman e Manolova (2012, p.117).

A Figura 2 revela em que etapas do processo de decisão de investimento anjo os critérios de seleção atuam. Os principais critérios de seleção destacados pela literatura acadêmica serão detalhados mais adiante na revisão da literatura. Contudo, cabe ressaltar que estes critérios são levados em conta nas etapas de prospecção, triagem e apresentação do projeto, que são abaixo descritos.

O início do processo decisório mapeado por Brush, Edelman e Manolova (2012) acontece na etapa de prospecção. Nela a proposta de investimento é analisada por um comitê administrativo que pode rejeitá-la ou aceitá-la. Uma vez aceita, a segunda fase, denominada triagem, é iniciada sendo a proposta apresentada a um pequeno grupo de investidores. Caso a proposta receba a aprovação deste pequeno grupo de investidores ela será exibida para um grande grupo de investidores, na etapa de apresentação do projeto, sendo esta a terceira fase do processo decisório dos investidores anjo. Havendo sucesso na apresentação realizada ao grande grupo de investidores, inicia-se a quarta e última

fase, a avaliação da possibilidade de investimento é feita através de *due diligence* (BRUSH; EDELMAN; MANOLOVA, 2012). Tal modelagem torna o processo de decisão dos investidores anjo mais simples em relação ao que se apresentava para os fundos de *venture capital*, pois, tem como foco apenas as fases de seleção da empresa a ser investida, sem se estender para o exercício de mentoria realizado pelos investidores e nem para o processo de saída.

Enxuto também é o processo de decisão trazido por Mason e Rogers (1997, apud MASON; HARRISON, 2002, p.117) e Feeney, Haines e Riding (1999), estando ele dividido em três principais etapas: a triagem, a avaliação e a negociação. Nesse modelo de processo decisório a etapa de triagem valida se a proposta em avaliação se ajusta aos critérios pessoais de investimento do investidor anjo (MASON; ROGERS, 1997, apud MASON; HARRISON, 2002, p.117). A segunda etapa, chamada de avaliação, julga os méritos inerentes à proposta. E a última fase, a negociação, diz respeito aos termos e condições de investimento (MASON; HARRISON, 2002). Cabe salientar que diversos critérios de seleção conduzem para a efetivação ou não do investimento, e que esses critérios são observados pelos investidores anjo em cada uma das fases de seu processo decisório. Assim, os critérios de decisão utilizados pelos investidores anjo são o centro da realização dos investimentos.

2.5 Critérios de seleção na literatura

Em se tratando de critérios de seleção dos investidores anjo, a literatura internacional apresenta contribuição significativa na construção do saber. Assim como aconteceu no mapeamento do processo decisório, o entendimento a respeito dos critérios de seleção utilizados pelos investidores anjo na escolha das empresas investidas se pautou, a princípio, em pesquisas realizadas junto às *ventures capital*. Dando sequência às sondagens relativas ao capital de risco, os trabalhos se concentraram no estudo dos critérios empregados pelo investidores anjo.

2.5.1 Literatura internacional

A literatura internacional, em sua maioria, tem apresentado os critérios de seleção dos investidores anjo a partir da segregação destes em cinco dimensões:

produto; mercado; empreendedor; finanças e investimento. O número de critérios inseridos em cada uma das dimensões, e as nomenclaturas adotadas, divergem de pesquisa para pesquisa, mas todos se fazem consonantes, uma vez que pertencem à mesma dimensão.

O mapeamento destes critérios, tendo em vista a literatura acadêmica, foi realizado por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), como resultado os principais critérios se consolidam no Quadro 2.

Quadro 2 - Critérios de seleção de investimento dos investidores anjo em pesquisas anteriores.

Dimensão	Critério
Produto	Interesse / benefícios
	Status
	Proteção/ Patente
	Inovação / Qualidade
Mercado	Tamanho do mercado
	Engajamento do consumidor
	Potencial de crescimento
	Distribuição
	Dinâmica de mercado
Empreendedor	Experiência
	Histórico do empreendedor
	Paixão / comprometimento
	Integridade / Honestidade
	Conhecimento Tecnológico
Finanças	Expectativas
	Rentabilidade real
	Capitalização / fluxo de caixa
	Tamanho do investimento
	Plano de negócios / apresentação
	ROI / valorização
	Liquidez
Investimento	Características da equipe
	Ajustes do empreendedor
	Ajustes do negócio
	Localização
	Fonte de referência
	Co-investimento
	Papel do investidor

Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011, p.215).

O quadro preparado por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), contempla 28 critérios de seleção, destes, 17 estão presentes nas principais pesquisas internacionais, sendo, desta forma, os mais encontrados. Diante da sobrepujança desses 17 critérios, o entendimento e a diferenciação de cada um deles se faz oportuno, cabendo o detalhamento trazido pelo Quadro 3.

Quadro 3 - Descrição dos 17 Critérios de Seleção de investimento mais identificados na literatura internacional.

(continua)

Dimensão	Critérios	Entendimento
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado. (Feeney et al., 1999)
	Proteção de Patente	Possibilidade de proteção de patente para o negócio. (Bachher e Guild, 1996)
	Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade. (Bachher e Guild, 1996)
Mercado	Tamanho do mercado	O tamanho real do mercado a ser atingido, incluindo a possibilidade de criação de novo mercado ou nicho. (Bachher e Guild, 1996; Mason e Harrison, 2003)
	Potencial de crescimento do mercado	Potencial atrativo de crescimento do mercado. (Bachher e Guild, 1996)
	Dinâmica do mercado	Fatores relacionados às necessidades dos consumidores, tecnologia e penetração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado. (Bahher e Guild, 1996).
Empreendedor	Experiência do empreendedor	Conhecimentos e habilidades do empreendedor, incluindo sua familiaridade com o negócio, conhecimentos técnicos e experiência no ramo/segmento. (Feeney et al., 1999; Paul et al. 2007; Mason e Harisson, 2003; Bachher e Guild, 1996)
	Histórico do empreendedor	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança. (Landstrom, 1998)
	Paixão e comprometimento do empreendedor	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso. (Sudek, 2006)
	Integridade e confiança do empreendedor	Honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciadas por uma fonte confiável (Bachher e Guild, 1996; Feeney et al., 1999)
Finanças	Rentabilidade real	Informações de rentabilidade reais e projetadas. (Mason e Harrison, 2003)
	Boa apresentação do plano de negócios	Um bom plano de negócios, com clara ênfase nos pontos-chave, qualidade das informações e boa apresentação ao investidor. (Mason e Harrison, 2003; Feeney et al., 1999)
	ROI / valorização	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída (Sudek, 2006; Stedler e Peters, 2003, Feeney et al., 1999)
	Liquidez do negócio	A possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO.

(conclusão)

Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	Possibilidade e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, incluindo marketing, finanças, abertura a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos
	Abertura a ajustes no negócio	IA buscam empreendedores que sejam abertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias. (Paul et al., 2007)
	Papel do investidor no negócio	Abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir (Landstron, 1998; Feeney et al., 1999)

Fonte: Machado (2015, p. 59).

Segundo Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), os dois critérios mais destacados na literatura são potencial de crescimento do mercado e experiência do empreendedor, pertencentes às dimensões mercado e empreendedor, respectivamente. Em relação aos resultados encontrados quanto ao critério mais relevante na tomada de decisão dos investidores anjo, também há muita assimetria. Os critérios tidos como mais importantes diferem de um levantamento para outro.

Pesquisa realizada no Reino Unido por Van Osnabrugge (1998), com base em 25 critérios de seleção, aponta como mais importante no processo de seleção dos investidores anjo, critérios pertencentes à dimensão empreendedor, a saber: entusiasmo/comprometimento do(s) empreendedor(es), e confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es).

Já Sudek (2006), em pesquisa conduzida nos EUA, identificou que os quatro critérios mais relevantes na tomada de decisão de investimento, para os investidores anjo pesquisados eram: confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es); time de gestão; entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es); e potenciais rotas de saída (potencial de liquidez).

Outros resultados de pesquisas realizadas a respeito do critério de seleção mais utilizado por investidores anjo são destacados no Quadro 4.

Quadro 4 - Critérios de seleção mais relevantes para investidores anjo - pesquisas anteriores
(continua)

Autor	Critérios de seleção de investimento mais relevantes
Tyebjee e Bruno (1984)	* tamanho do investimento; tecnologia e setor de mercado; localização geográfica; e estágio de financiamento (na etapa de triagem). * atratividade do mercado; diferenciação do produto; capacidade gerencial do empreendedor; ameaças ambientais e liquidez do investimento (em outras etapas do processo de tomada de decisão).
MacMillan et all. (1989)	time; empreendedor; proteção do produto (patente); crescimento do mercado e taxa de retorno do investimento.

(conclusão)

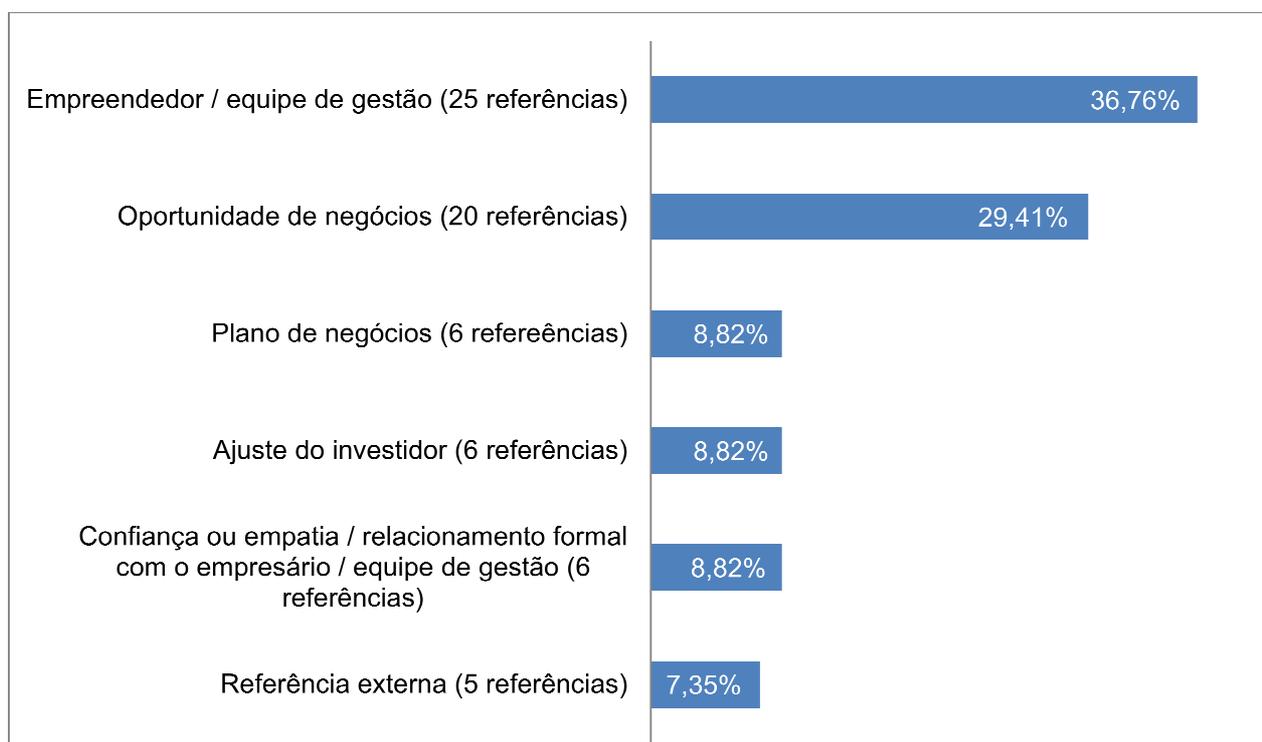
Stedler e Peters (2003)	potencial de crescimento; produto único e competitivo (competitividade); empreendedor e seu time; e margens de lucro.
Bachher e Guild (1996)	Habilidades da equipe empreendedora e características do produto / serviço.

Fonte: Elaborado pelo autor

Faz-se interessante perceber, através da análise do Quadro 4, que por mais que os critérios apontados se façam diversos, em todas as pesquisas, independente do ano de realização, número de entrevistados e país de origem, características referentes ao empreendedor foram pontuadas como fator preponderante no processo de tomada de decisão.

Em complemento aos dados aqui apresentados é pertinente colocar os resultados identificados por meio de pesquisa bibliométrica realizada por Tenca, Croce e Ughetto (2016) na base Scopus, para tanto, segue Gráfico 6.

Gráfico 6 - Principais critérios de seleção dos investidores anjo identificados na literatura internacional



Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Tenca, Croce e Ughetto (2016, p.8).

Destaca-se no Gráfico 6 que os critérios de seleção mais importantes identificados na literatura estudada por Tenca, Croce e Ughetto (2016) são referentes ao empreendedor/ time de gestão, que aparece em 36,76% delas, e às

oportunidades de negócio, que aparecem em 29,41% delas. Tenca, Croce e Ughetto (2016), ainda aprofunda seu achado ao citar:

Constatou-se que os IAs dão particular importância ao plano de negócios (ou seja, à qualidade da apresentação do negócio) e ao ajuste do investidor (seis trabalhos), à confiança e empatia estabelecidas entre um BA e o empresário / equipe de gestão (cinco trabalhos) e para referências externas, como outros investidores ou consultores externos (cinco trabalhos). (TENCA et al., 2016, p.8, tradução nossa).

Tais achados se fazem elucidadores e em linha com aquilo que já vinha sendo descrito anteriormente. No entanto, o aspecto que se destaca é o fato de referências externas terem sido apontadas como fator preponderante para os investidores anjo, característica que até então não havia sido pontuada.

2.5.2 Literatura nacional

No Brasil, apenas três pesquisas a respeito dos critérios de seleção de investimento utilizados por investidores anjo foram localizadas⁷. A primeira delas foi realizada por Machado (2015), que tomou como base a lista de critérios trazida por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), já expostos aqui por meio do Quadro 2, para identificar os 17 critérios mais citados na literatura e conduzir seu levantamento a partir deles, conforme Quadro 5.

Quadro 5 - Critérios de seleção utilizados na pesquisa de Machado (2015)
(continua)

Dimensão	Critério
Produto	Interesse e benefícios do produto
	Proteção/ Patente
	Inovação e qualidade do produto/serviço
Mercado	Tamanho do mercado
	Potencial de crescimento do mercado
	Dinâmica do mercado
Empreendedor	Experiência do empreendedor
	Histórico do empreendedor
	Paixão e comprometimento do empreendedor
	Integridade e confiança do empreendedor

⁷ Foi realizado levantamento nas bases de dados Spell, Capes, Teses USP, Teses PUC-RJ, Teses PUC-SP, Teses Mackenzie, FGV, *Web of Science* e *Google Acadêmico*, utilizando os termos “*business angel*”, “investidor anjo”, “*angel investing*” e “*angel investor*”. Após identificação das publicações nacionais, leitura criteriosa foi feita nos títulos e resumos para eliminação daquelas com assuntos incompatíveis, chegando assim, nas três publicações mencionadas.

(conclusão)

Finanças	Rentabilidade real
	Plano de negócios / apresentação
	ROI / valorização
	Liquidez do negócio
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor
	Abertura a ajustes no negócio
	Papel do investidor no negócio

Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Machado (2015, p. 147).

A partir desta lista, Machado (2015) realizou uma pesquisa qualitativa descritiva por meio de entrevista com perguntas abertas semiestruturadas, com 5 investidores anjo e 3 especialistas (Machado, 2015). Para conduzir as entrevistas, Machado (2015) utilizou um roteiro dividido em três partes: introdução, levantamento do perfil do entrevistado e avaliação da importância dada aos critérios de decisão de investimento levantados na literatura, e classificação das variáveis.

A primeira parte da entrevista permanecia inalterada quando realizada tanto com investidores como com especialistas. Essa parte era destinada à realização de agradecimentos e esclarecimentos a respeito da pesquisa. Partindo para a segunda etapa, Machado (2015) fazia perguntas abertas aos entrevistados, sendo que para os investidores anjo eram feitas 8 perguntas de aquecimento e para os especialistas apenas 4, seguidas de 17 perguntas específicas relacionadas à importância dada para cada um dos critérios por ele estudado, e uma última pergunta a respeito da existência de algum critério não mencionado. As perguntas específicas aos critérios seguiam o padrão: “Qual a importância que a abertura a ajustes no negócio tem na (sua) decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por abertura a ajustes no negócio empreendedores que sejam abertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias.” (MACHADO, 2015, p. 169), sendo que a cada pergunta alterava-se apenas o necessário tendo em vista o critério a ser arguido. Já na terceira etapa, Machado (2015) apresentava uma tabela com as cinco dimensões de investimento e seus respectivos critérios, solicitando que fossem classificados os cinco critérios mais importantes na decisão de investimento em um novo negócio, de forma que o entrevistado deveria marcar 1 para o critério mais relevante, pontuando sucessivamente os demais, até marcar 5 para o menos relevante.

Uma vez que “a representatividade dos dados na pesquisa qualitativa em ciências sociais está relacionada à sua capacidade de possibilitar compreensão do

significado e à ‘descrição densa’ dos fenômenos estudados em seus contextos e não à sua expressividade numérica” (GOLDENBERG, 2004, pp. 50), permitindo a identificação dos significados, motivos, aspirações, crenças, valores e atitudes Minayo (2001, apud MACHADO, 2015, p. 57), a escolha de Machado (2015) em desenvolver esse tipo de pesquisa se fez pertinente diante da imaturidade dos estudos acerca dos investidores anjo no Brasil.

Contudo, apesar da escolha acertada do tipo de pesquisa, os critérios estudados por Machado (2015) foram aqueles trazidos pelas pesquisas internacionais, sem levar em consideração as características sociais dos brasileiros, dando abertura para que esse aspecto pudesse vir a ser citado apenas na última pergunta da segunda etapa do questionário. Porém, mesmo diante deste fato, três novos critérios foram colocados pelos entrevistados, a saber:

análise do *timing* do produto, ou seja, o momento de lançamento do produto/serviço no mercado (Investidor 5); o ambiente em que a *startup* está inserida, ou seja, se incubada ou em uma aceleradora (especialista 3); e o plano estratégico, de forma a garantir uma visão de longo prazo à *startup* (especialista1). (MACHADO, 2015, pp. 155)

É interessante ressaltar que o fato do ambiente no qual a *startup* está inserida ter sido apontado, demonstra a necessidade de se avaliar a rede social a qual ela pertence, haja vista que estar inserida numa incubadora ou aceleradora possibilita o vínculo da nova empresa com o investidor por meio do relacionamento em comum com mentores e outros agentes inseridos neste contexto. No entanto, é preciso investigar com maior profundidade se esse, de fato, é o ponto avaliado em relação às empresas incubadas, ou se há outro ponto a ser tratado.

Machado (2015) identificou que os critérios mais relevantes na seleção de investimento para investidores anjo do Brasil são: interesse/benefícios; inovação/qualidade; rentabilidade real; e ROI/valorização. Ou seja, os dois primeiros critérios são aderentes à dimensão produto e os dois últimos à dimensão financeira. Esse resultado de pesquisa, além de ser pioneiro no Brasil, se faz curioso devido à distorção em relação àquilo que foi levantado no resto do mundo. Enquanto na maioria das pesquisas, características do empreendedor e do produto se sobressaem como mais importantes, no levantamento de Machado (2015) elas ficam desprestigiadas, ocupando posições abaixo do quarto lugar de relevância.

Outra pesquisa foi realizada no Brasil no ano de 2015, agora por Horbucz, que se guiou pelos atributos apontados na pesquisa de Mason e Harrison (2002), conforme Quadro 6.

Quadro 6 - Atributos tangíveis e intangíveis empregados na pesquisa de Horbucz(2015)

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

Fonte: Horbucz (2015), adaptado Mason e Harrison (2002)

Horbucz (2015) desenvolveu estudo de multicasos a partir da análise de conteúdo extraído de entrevistas realizadas junto a 5 investidores anjo e 5 empreendedores que receberam aporte de investidores anjos, além de análise documental. Para realizar as entrevistas Horbucz (2015) usou um roteiro que também pode ser dividido em três etapas: introdução e identificação do perfil do entrevistado; entendimento a respeito dos investimentos já realizados; e classificação dos critérios de decisão de investimento levantados por Mason e Harrison (2002).

Na primeira parte da entrevista, Horbucz (2015) explicava se tratar de uma pesquisa acadêmica e apontava os objetivos de sua realização. Depois identificava brevemente o entrevistado, pontuando aspectos como nome, profissão, setor de atividade e tempo de atuação como investidor ou na empresa, no caso do empresário (HORBUCZ, 2015). Em sequência, partia para a segunda parte da entrevista na qual tentava identificar características dos investimentos já realizados ou recebidos, inquirindo a respeito: da forma como a empresa/empreendedor haviam sido conhecidos; do motivo pelo qual o projeto chamou a atenção; da assessoria recebida pela empresa/empreendedor durante a escrita do projeto/plano de negócios; da existência de constituição formal da empresa através de inscrição

de CNPJ; do uso de procedimento padrão e consulta a outros investidores para guiar a decisão de investimento; do tempo decorrido entre o primeiro contato com o negócio aportado e a decisão de aporte; do fato do segmento empresarial ser o costumeiramente escolhido; do quão inovador era o empreendimento e se o tipo inovação era radical ou incremental; dos atributos/critérios que definiram/definem a decisão (Horbucz, 2015). Por fim, na terceira fase da entrevista era solicitado ao investidor que atribuisse um nível de relevância de 1 a 3 para cada atributo/critério apresentado, foram utilizados os critérios trazidos no quadro 6, sendo que 1 era igual a pouca relevância, 2 igual a relevante, e 3 igual a muito relevante (HORBUZ, 2015).

Os critérios pesquisados por Horbucz (2015) diferem-se dos usados por Machado (2015) ao passo que incluem: recomendação de fonte confiável; e *network* com outros investidores, ou seja, oportunidade para se relacionar com outros investidores. Tais critérios estão mais voltados para aspectos do convívio social, mas ainda assim, não especificam o peso que o pertencimento a uma mesma rede social tem no processo decisório do investidor anjo, pois, ao citar a recomendação advinda de fonte confiável, não especifica o grau de interação social do investidor com esta fonte, podendo ela ser, até mesmo, um meio de comunicação como revista, página da internet e eventos voltados para *startups*. E também pelo fato de jogar luz na possibilidade de construir uma rede de *network*, não investigando o impacto que a rede já formada tem.

Horbucz (2015) não ter acrescentado em sua pesquisa critérios relativos ao aspecto social se apresenta como uma ausência ao fato que o próprio autor, no referencial teórico de sua pesquisa, coloca que:

Para Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010), os investidores anjos investem na base da confiança, sendo que o aspecto importante que se valoriza é a relação com o investido, então eles procuram manter uma rede de contato, assim como uma boa reputação, objetivando construir caminhos para futuras negociações, incluindo a possibilidade de ingresso em grupos formados por outros investidores anjos. (HORBUZ, 2015, p. 53-54).

Pontua-se, porém, que o número de questões abertas trazidas por Horbucz (2015) foram bem inferiores às apresentadas por Machado (2015), o que tornava a entrevista mais fluida e menos cansativa, contribuindo para a participação mais engajada do entrevistado.

Como resultado de sua pesquisa Horbucz (2015) destaca que a credibilidade da equipe/ empreendedor é o critério mais importante no processo decisório de investidores anjo, e que, uma vez estabelecida confiança entre investidor e empreendedor, o critério mais analisado passa a ser a existência de projetos inovadores, seguido pela perspectiva de retorno elevado, e da disponibilidade de *smart money*. Um ponto que se destaca na pesquisa de Horbucz (2015), é que não houve a preocupação de categorizar os critérios de seleção em dimensões, porém, eles foram classificados em tangíveis e intangíveis, fato interessante uma vez que, os critérios tangíveis são pontuados como relevantes na primeira fase de triagem de investimentos e critérios intangíveis se tornam mais observados na segunda etapa do processo de decisão de investimento. Mesmo Horbucz (2015) não tendo feito a distinção dos critérios dentro das cinco dimensões trazidas pela literatura, é possível pontuar que os critérios mais relevantes, segundo sua pesquisa, estão inseridos na dimensão empreendedor, produto e finanças, respectivamente. Característica que deixa seus achados próximos àqueles obtidos pelas pesquisas internacionais, estando assim, em linha com o identificado na pesquisa de Tenca, Croce e Ughetto (2016).

A última pesquisa localizada na literatura nacional foi a de Amorim (2016), que diferente de Machado (2015) e Horbucz (2015), realizou pesquisa quantitativa baseada em resposta de questionário – *survey* – enviado por e-mail, com respostas variando de 1, sem importância, até 5, mais importante. O universo de critérios/atributos utilizado por Amorim (2016) já havia sido levantado em pesquisa de mesmo gênero feita nos EUA por Sudek (2006), conforme Quadro 7.

Quadro 7 - Critérios de seleção utilizados na pesquisa de Amorim (2016)

(continua)

Classificação	Critérios
1	Confiabilidade/honestidade do empreendedor(es)
2	Time de gestão
3	Entusiasmo / comprometimento do empreendedor(es)
4	Potenciais rotas de saída (potencial liquidez)
5	Potencial Receita
6	Expertise de domínio do(s) empreendedor(es)

(conclusão)

7	Potencial de crescimento do mercado
8	Retorno sobre o investimento (ROI)
9	Barreira para entrada de competidores
10	Proteção do produto em relação à concorrência (no segmento de mercado)
11	Margens de lucro do negócio
12	Histórico do(s) empreendedor(es)
13	Competição no segmento de mercado
14	Ter gostado do empreendedor nas reuniões
15	Proteção formal do produto (patente)
16	Seu conhecimento pessoal do negócio /indústria
17	Possibilidade de manter as despesas em baixo patamar
18	Potencial de receber coinvestidores
19	Conselheiros atualmente envolvidos
20	Nicho de mercado
21	Tamanho do investimento
22	Possibilidade de atingir equilíbrio financeiro sem novos aportes
23	Baixa necessidade por CAPEX inicial
24	Pontos fortes do investidor (seus) preenchem <i>gaps do negócio</i>
25	Possível chance de envolvimento no negócio (habilidades contributivas)

Fonte: Amorim (2016, p. 65), adaptado de Sudek (2006, p.98)

Amorim (2016), fez uso de 25 critérios, também não tendo os classificados em dimensões. Contudo, Amorim (2016) ainda utilizou um segundo questionário elaborado a partir de critérios inerentes exclusivamente ao empreendedor e time de gestão, conforme Quadro 8.

Quadro 8 - Critérios de investimento – time de gestão – usados por Amorim (2016)

Classificação	Critérios
1	Paixão do time
2	Resiliência do time
3	Disposição do time para tutorar
4	Histórico de cada membro do time
5	O quão complementar são as habilidades dos membros do time
6	Experiência dos conselheiros
7	Quanta experiência o time tem trabalhando junto

Fonte: Amorim (2016, p. 66), adaptado de Sudek (2006, p.99)

Por mais que a adoção do segundo formulário tenha acontecido em decorrência do alinhamento com a pesquisa de Sudek (2006), notoriedade foi dada aos aspectos relacionados ao time de gestão, haja vista o lugar de destaque que esse item ganhou nas publicações internacionais.

Amorim (2016), enviou o questionário a 71 investidores anjo do Brasil, obtendo 18 respostas, com as quais desenvolveu seus estudos. A etapa inicial do questionário buscava identificar o perfil dos investidores, coletando características como gênero, idade, escolaridade, profissão, ano em que fez o primeiro investimento anjo, quantidade de investimentos anjo já realizados, valor médio dos investimentos já realizados e tempo médio esperado de saída (AMORIM, 2016), de modo tal que foi possível traçar um perfil bem delimitado da amostra estudada. A etapa final trazia os critérios de seleção para que o investidor apontasse a importância dada a cada um deles, tendo em vista a delimitação de pontuação já apresentada acima.

A pequena amostra estudada por Amorim (2016) não permite a inferência dos resultados para toda a população, de forma que o uso de pesquisa quantitativa se fez adequado no sentido de apresentar tendências, atitudes ou opiniões de uma população (CRESWELL, 2007), porém se fez insuficiente ao não permitir que, a partir do resultado desta amostra, o pesquisador generalizasse ou fizesse afirmações sobre a população (CRESWELL, 2007). Além disso, ter importado integralmente um modelo de questionário utilizado nos EUA, sem que adaptações tenham sido feitas para deixá-lo mais condizente com os aspectos de interação social encontrados no Brasil, o enfraquece diante da possibilidade de que critérios significativos tenham ficado desmerecidos.

Através de estudos quantitativos, Amorim (2016) apontou os quatro critérios mais relevantes como sendo: expertise de domínio dos(s) empreendedor(es); entusiasmo/ comprometimento do(s) empreendedor(es); confiabilidade / honestidade do(s) empreendedor(es) e time de gestão. Os três primeiros critérios podem ser classificados na dimensão empreendedor, e o último deles se enquadra na dimensão investimento.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa é exploratória devido ao fato do tema ter sido pouco explorado no Brasil. Há o propósito de desenvolver, esclarecer e, eventualmente, modificar conceitos e ideias associados ao tema (GIL 2008).

Visando o atendimento do objetivo deste trabalho, foram utilizados os questionários constantes nas pesquisas de Machado (2015), Horbucz (2015), e Amorim (2016). Para identificar a necessidade de incluir uma nova dimensão de seleção de investimento - interação social - foram usados outros documentos pertencentes à literatura acadêmica e não acadêmica, por meio dos quais demonstrou-se a importância do aspecto social no processo decisório dos investidores anjo do Brasil.

Como resultado da lacuna encontrada nas pesquisas nacionais analisadas – Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016) – relacionado à falta de uniformidade nos critérios utilizados nessas pesquisas, expressos nesta dissertação nos Quadros 5, 6, 7 e 8; da dissonância dos resultados encontrados por elas, conforme Quadro 9 abaixo apresentado; e do indício da relevância que os critérios inerentes à interação social podem ter no processo de decisão dos investidores anjo do Brasil, conforme identificado no conteúdo apresentado por Exame (2014) e Época Negócios (2017); houve a inserção de novos critérios de seleção no questionário de investigação que não estavam presentes na literatura nacional.

Quadro 9 - Resultado das pesquisas nacionais localizadas (por ordem de relevância).

Machado (2015)		Horbucz (2015)		Amorim (2016)	
Dimensão	Critério	Dimensão	Critério	Dimensão	Critério
Produto	interesse / benefícios	Empreendedor	credibilidade da equipe e/ou empreendedor	Empreendedor	expertise de domínio
Produto	inovação / qualidade	Produto	projetos inovadores	Empreendedor	entusiasmo / comprometimento
Finanças	rentabilidade real	Finanças	perspectiva de retorno elevado	Empreendedor	confiabilidade / honestidade
Finanças	ROI / valorização	Finanças	disponibilidade de <i>smart money</i>	Investimento	time de gestão

Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Machado (2015); Horbucz (2015); Amorim (2016).

Assim, objetivando tornar o instrumento de coleta mais condizente com os traços da realidade brasileira e possibilitar a investigação mais assertiva e íntegra acerca dos critérios de seleção mais relevantes para a escolha de investimento por

investidores anjo do Brasil, o instrumento de coleta de dados foi dividido em quatro partes.

A primeira parte do questionário busca mapear o perfil e a motivação do investidor entrevistado; para estruturar esta parte do questionário foram utilizados como base os mesmos critérios investigados pela pesquisas realizadas no âmbito do Projeto NVF e junto aos investidores da Gávea Angels, destacados na seção 2.3.2 desta dissertação. Tal medida busca dimensionar se a amostra entrevistada está inserida no perfil comum do investidor anjo brasileiro, já categorizado pelas pesquisas destacadas. Além dos aspectos tratados pelas entrevistas citadas, outros aspectos foram inseridos por orientação dos membros da banca de qualificação e dos especialistas consultados durante a fase de teste do questionário.

A segunda parte do questionário procura esboçar o comportamento do investidor. Para tanto, dois cenários econômicos foram propostos, um otimista e um pessimista, e levando em consideração esses cenários, o entrevistado indica seu comportamento enquanto investidor anjo. Essa parte foi acrescida após processo de validação do instrumento junto aos especialistas.

A terceira parte do questionário – critérios de investimentos / dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento - pretende consolidar os achados das pesquisas realizadas por Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016). Para tanto, dois quadros foram elaborados com os critérios mais relevantes apontados por meio das três pesquisas consultadas.

Cabe esclarecer que cada uma das pesquisas anteriores apresenta quatro critérios como sendo os mais relevantes para os investidores anjo entrevistados, totalizando assim, doze critérios quando analisadas conjuntamente. Contudo, desses doze critérios, três apareceram de forma repetida entre as pesquisas e, para construção destes formulários de pesquisa, tais critérios foram suprimidos. De tal forma, apenas nove critérios foram apresentados para que os entrevistados pudessem revelar seu posicionamento quanto a eles.

Já a quarta parte do questionário busca identificar se os critérios relacionados à interação social são relevantes no processo de seleção de investimento dos investidores anjo do Brasil. Assim, os critérios: ter amigo em comum com o(s) empreendedor(es); ter tido relacionamento profissional anterior com o(s) empreendedor(es); ter amizade direta com o(s) empreendedor(es); ter conhecido/amigo/familiar ou contato profissional exercendo papel de mentor para a

Startup; e receber indicação da *Startup* de amigo/conhecido/familiar ou contato profissional, foram abordados nesta parte do questionário, conforme demonstrado no Quadro 10.

Quadro 10 - Proposta de novos critérios de seleção a serem investigados.

Dimensão	Critério	Entendimento	Vínculo
Interação Social	Amigo/conhecido em comum	Ter amigo/conhecido em comum com o(s) empreendedor(es)	Intermediado
Interação Social	Relacionamento profissional anterior	Ter tido relacionamento profissional anterior com o(s) empreendedor(es)	Direto
Interação Social	Amizade	Ter relacionamento de amizade com o(s) empreendedor(es)	Direto
Interação Social	Ter conhecido / amigo / familiar ou contato profissional como mentor	Ter conhecido/amigo/familiar ou contato profissional exercendo papel de mentor para a <i>startup</i>	Intermediado
Interação Social	Indicação de amigo / conhecido / familiar ou contato profissional	Receber indicação da <i>startup</i> de amigo/conhecido/familiar ou contato profissional	Intermediado

Fonte: Elaborado pelo autor

A inserção desses critérios permite a averiguação quanto à influência do vínculo social no processo decisório dos investidores anjo. Além disso, possibilita mapear, também, se o relacionamento direto com o empreendedor se faz mais significativo, ou se o elo intermediado por outro membro pertencente à rede social do investidor tem o mesmo peso no processo decisório.

Assim, o questionário utilizado na fase de campo foi elaborado com base nos achados de pesquisas já realizadas no Brasil, acrescido de critérios pertencentes à dimensão interação social, identificada como relevante em literatura não acadêmica, e aprimorado pelos pontos destacados pelos três especialistas consultados na fase de teste do formulário de pesquisa, conforme apresentado no apêndice A.

O uso desse questionário permite a identificação do critério de seleção de investimento mais importante para o investidor anjo do Brasil, bem como permite relacionar a percepção de sucesso do investidor com os critérios de seleção de investimento mais observados pelo investidor anjo durante o processo de decisão de investimento. Além disso, permite também identificar se aspectos relacionados ao processo de interação social são realmente importantes no processo de seleção de investimento dos investidores anjo do Brasil.

Esta pesquisa adquire também natureza descritiva diante da intenção de descrever as características de uma população, ou estabelecer relação entre variáveis, conforme explica Gil (2008). No questionário, há dados de natureza

quantitativa (são medidos por uma escala numérica) e dados qualitativos (são registradas as narrativas dos entrevistados).

A estrutura de variáveis desta pesquisa é apresentada no Quadro 11.

Quadro 11 - Estrutura de variáveis da pesquisa.

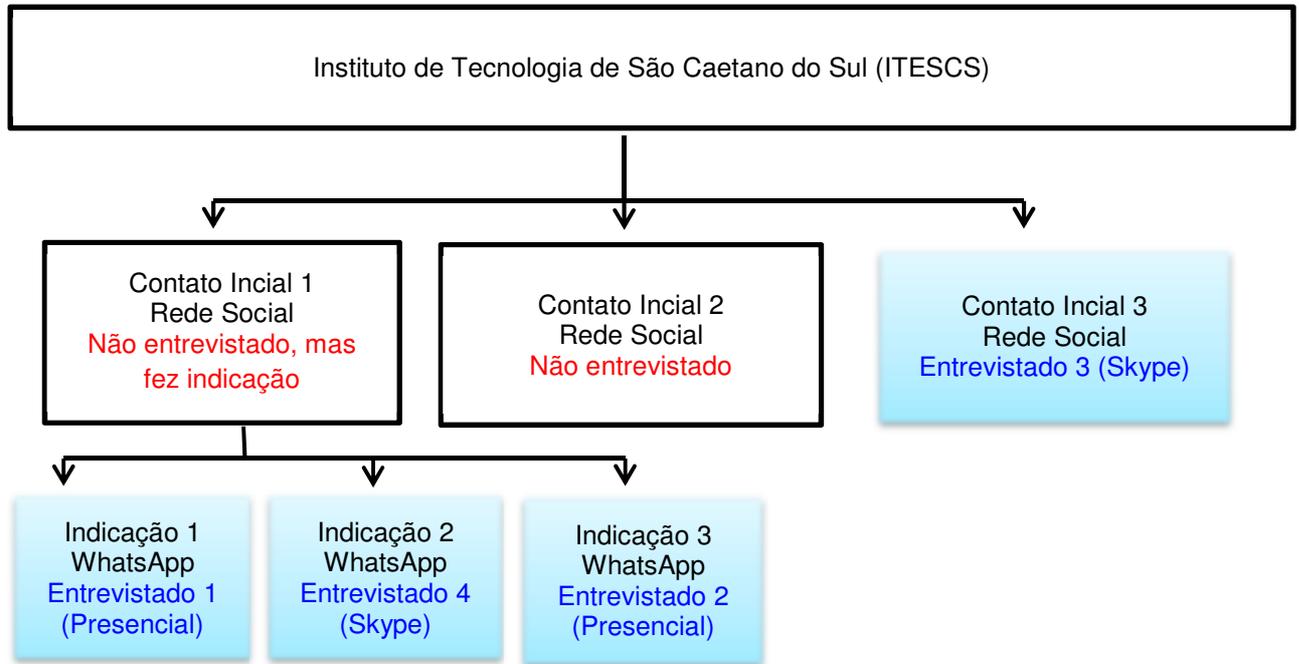
Dimensão	Variável	Fonte
Percepção de sucesso	Do total de investimentos realizados, quantos considera bem-sucedido do ponto de vista de seus interesses?	Próprio Autor
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	Machado (2015)
	Inovação e qualidade do produto/serviço	Machado (2015) e Horbucz (2015)
Empreendedor	Expertise de domínio do(s) empreendedor(es)	Amorim (2016)
	Entusiasmo / comprometimento do empreendedor(es)	Amorim (2016)
	Confiabilidade/honestidade do empreendedor(es)	Amorim (2016) e Horbucz (2015)
Finanças	Rentabilidade	Machado (2015)
	Perspectiva de retorno favorável	Horbucz (2015)
	Disponibilidade de <i>smart money</i>	Horbucz (2015)
Investimento	Time de gestão	Amorim (2016)
Interação Social	Amigo em comum	Próprio Autor
	Relacionamento profissional anterior	Próprio Autor
	Amizade direta	Próprio Autor
	Ter conhecido / amigo / familiar ou contato profissional como mentor	Próprio Autor
	Indicação de amigo / conhecido / familiar ou contato profissional	Próprio Autor

Fonte: Elaborado pelo autor.

O processo de coleta de dados foi feito com investidores anjo selecionados de forma não probabilística através de técnica de amostragem similar à *snowball*, partindo de três investidores anjo de fácil acesso por serem, ou já terem sido, membros do Instituto de Tecnologia de São Caetano do Sul (ITESCS). As entrevistas obtidas e as indicações trazidas por meio desses contatos não foram suficientes, de forma que novas rotas de acesso aos entrevistados foram

desenvolvidas. Assim, os membros do ITESCS deram origem à rota de acesso aos entrevistados nº 1, como mostra a Figura 3.

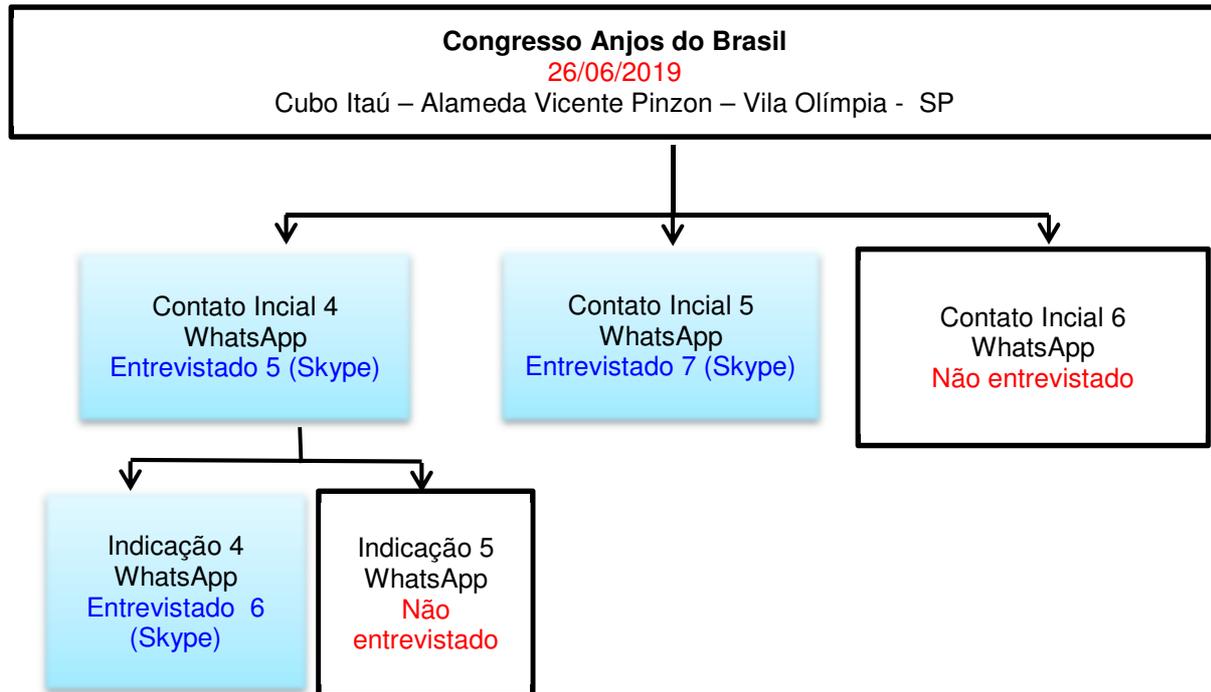
Figura 3 - Rota de acesso aos entrevistados nº 1



Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme destacado anteriormente, a rota nº 1 de pesquisa foi desenvolvida devido à facilidade de acesso aos membros do ITESCS. Porém, quando o processo de indicação cessou, nova rota de entrevistas foi criada. A rota de acesso aos entrevistados nº 2 aconteceu no Congresso de Investimento Anjo 2019 - CIA2019 – realizado no espaço Cubo Itaú em 26/06/2019, tendo sido promovido pela Anjos do Brasil, como destaca Figura 4.

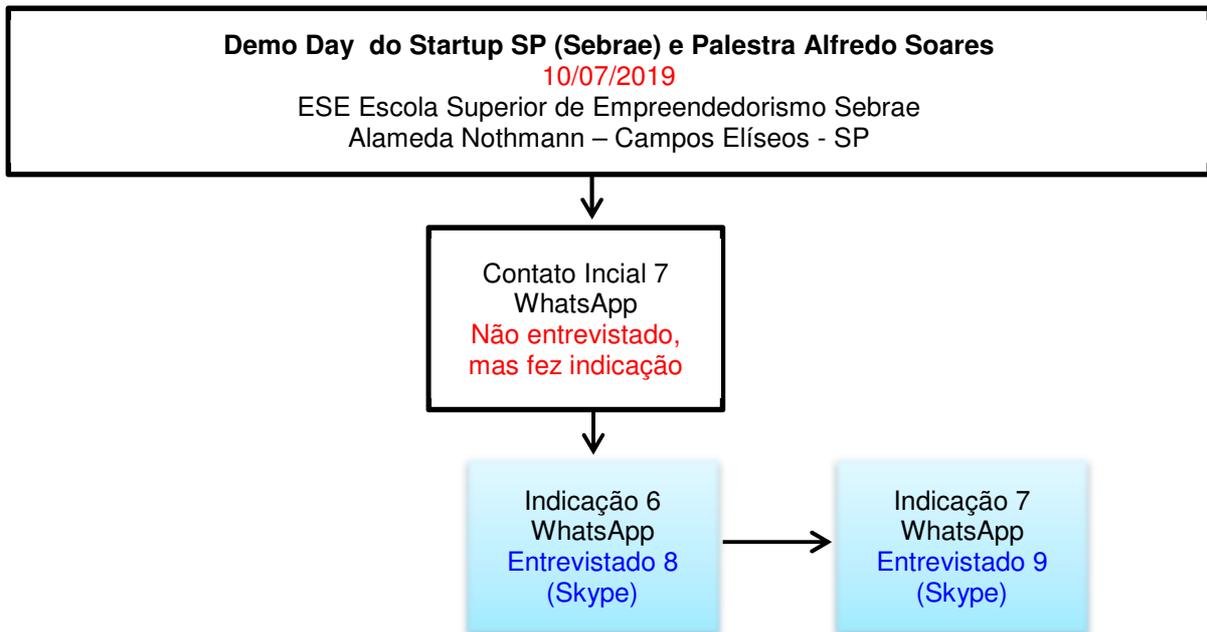
Figura 4 - Rota de acesso aos entrevistados nº 2



Fonte: Elaborado pelo autor.

Nessa rota, por mais que não houvesse nenhum conhecido que pudesse servir como ponto de partida para indicação de novos respondentes, três contatos foram estabelecidos presencialmente durante o evento. Desses três contatos dois se transformaram em entrevistas efetivas, e duas novas indicações foram obtidas também. Todavia, mais uma vez as indicações e entrevistas se esgotaram, de modo que a rota de acesso aos entrevistados nº 3 foi iniciada no evento realizado pelo SEBRAE em 10/07/2019, na Escola Superior de Empreendedorismo Sebrae, como indicado na Figura 5.

Figura 5 - Rota de acesso aos entrevistados nº 3

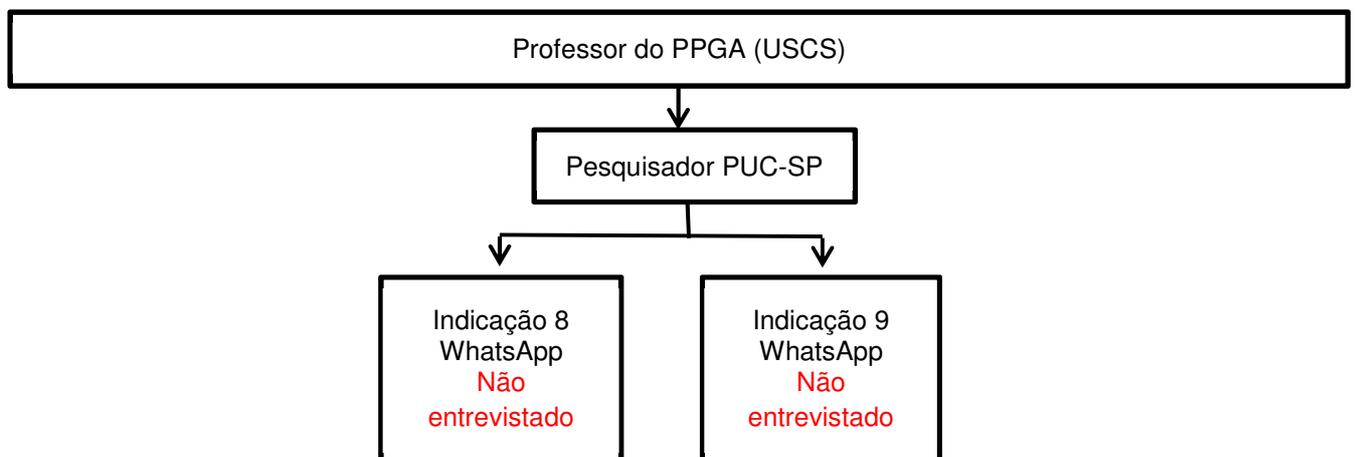


Fonte: Elaborado pelo autor.

Nessa rota de acesso, devido ao formato e ao menor tempo de duração do evento, apenas um contato presencial foi realizado. Apesar desse contato não ser investidor anjo e, conseqüentemente, não ter se transformado em uma entrevista, indicações foram feitas e duas novas entrevistas realizadas.

Uma vez findada a rota de acesso nº 3, nova rota teve início com a indicação feita por um professor do PPGA, como elucida a Figura 6.

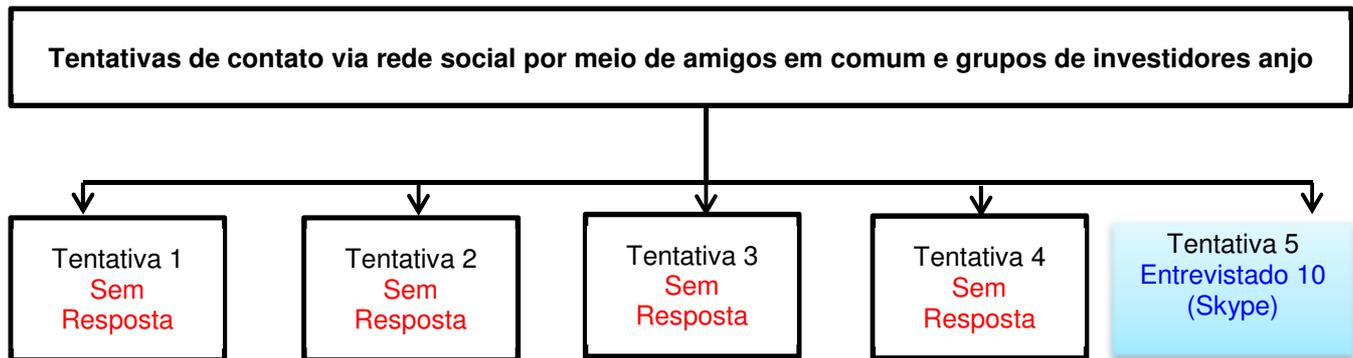
Figura 6 - Rota de acesso aos entrevistados nº 4



Fonte: Elaborado pelo autor.

A rota de acesso nº 4 não culminou em novas entrevistas, de tal forma uma nova rota foi estabelecida. Dessa vez a rota foi desenvolvida via Rede Social, por meio do garimpo de investidores anjo em grupos de investidores e amigos de contatos anteriores. Esse processo é demonstrado na Figura 7.

Figura 7 - Rota de acesso aos entrevistados nº 5



Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao término da rota nº 5, dez entrevistas haviam sido realizadas. Assim, devido ao recursos limitados e ao cronograma de pesquisa, não foram desenvolvidas novas rotas.

Durante as entrevistas realizadas, tanto de forma presencial como via Skype, o pesquisador fazia a leitura da questão e o entrevistado respondia, cabendo ao pesquisador fazer as anotações pertinentes e a gravação do áudio, após prévia autorização do entrevistado. Esse processo possibilitou a realização de perguntas adicionais e, por vezes, o questionamento mais minucioso quanto aos pontos percebidos como importantes durante a entrevista.

Todos os entrevistados foram previamente informados a respeito do sigilo quanto à divulgação de sua identidade, quanto ao termo de consentimento (apêndice C), e da possibilidade de se desligar da pesquisa caso houvesse necessidade. Foram consultados também, de forma antecipada, quanto à autorização para gravar as entrevistas.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO TEÓRICA DA PESQUISA

Parte dos dados obtidos no processo de entrevista são de natureza quantitativa e parte de natureza qualitativa. Assim, as questões inseridas nas partes 1, 2 e 3 da pesquisa, conforme descrito na seção 3, foram tabuladas, sendo apresentadas nos Quadros 12, 13 e 14.

4.1 Perfil e motivação do investidor

Os achados relacionados ao perfil e a motivação dos investidores entrevistados se apresentam no Quadro 12.

Quadro 12 - Resultado das Entrevistas – Perfil e motivação do investidor

(continua)

Perfil e Motivação do Investidor											
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10
Idade		43	44	36	50	71	64	40	47	71	36
Gênero	Mulher					X	X				
	Homem	X	X	X	X			X	X	X	X
Cidade na qual Reside		Mauá	SP	SP	SP	RJ	RJ	Fortaleza	SP	SP	S. André
Áreas geográficas na qual atuou, ou atua, como investidor anjo	Território Nacional	X		X				X			
	Estado de São Paulo		X								
	Outros Estados				SP GO PR	RJ SP	RJ SP		SP AL	CE AL MG SP	
	Fora do Brasil			X							X
Escolaridade	Fundamental completo										
	Médio completo										
	Graduação incompleta										
	Graduação completa	X								X	
	MBA / Pós-graduação			X	X				X		X
	Mestrado		X					X	X		
Experiência anterior como empreendedor	Doutorado					X					
	Sim	X	X	X	X	X		X	X		X
	Tempo	1a 4m	3 a	2 a	23 a	6 a		12 a	10 a		20 a
	Não						X			X	
Ano do primeiro investimento anjo		2016	2017	2015	2016	2018	2018	2011	2016	2015	2012
Quantos projetos já investiu como anjo		18	1	20	7	3	2	18	3	9	6
Quantos destes Investimentos considera bem-sucedido?		10	1	20	não mede	3	2	2	2	6	4
Se envolveu, ou se envolve, na rotina operacional dos investimentos feitos?	Sim		X		X	X	X	X	X	X	X
	Não	X		X							

(conclusão)

Qual opção melhor representa sua motivação para investir?	Possibilidade de maior ganho ou rentabilidade relativa a outras opções de investimento										
	Confiança no empreendedor ou equipe gerencial	X		X				X	X		
	Possibilidade de diversificar seu portfólio de investimento						X				X
	Satisfação pessoal em se manter ativo e atualizado participando de iniciativas empreendedoras		X		X	X				X	
	Outra						Give Back		Empreend. Social	Acreditar no potencial do negócio	Estar próximo das novas oportunidades de mercado
Qual a importância da <i>Startup</i> ter recebido financiamento público?	Sem Importância				X						X
	Pouco Importante	X					X				
	Importante		X	X		X		X		X	
	Muito Importante								X		
	Extremamente Importante										

Fonte: Elaborado pelo autor

Os achados apresentados no Quadro 12, quanto ao perfil dos investidores entrevistados, mostram que quanto aos dados demográficos – idade, sexo e escolaridade – o perfil da amostra acessada é condizente ao perfil do investidor anjo do Brasil, apresentado no item 2.3.2, que tem por base as pesquisas conduzidas no NVF e na Gávea Angel.

Dos dez entrevistados, sete tem idade superior a 40 anos, como mostra o Quadro 13.

Quadro 13 - Idade dos entrevistados

Faixa de Idade	Número de Entrevistados
< = 40 anos	3
> 40 anos	7
Total de entrevistados	10
Faixa de Idade	Número de Entrevistados
de 36 a 39 anos	2
de 40 a 52 anos	5
> 52 anos	3
Total de entrevistados	10

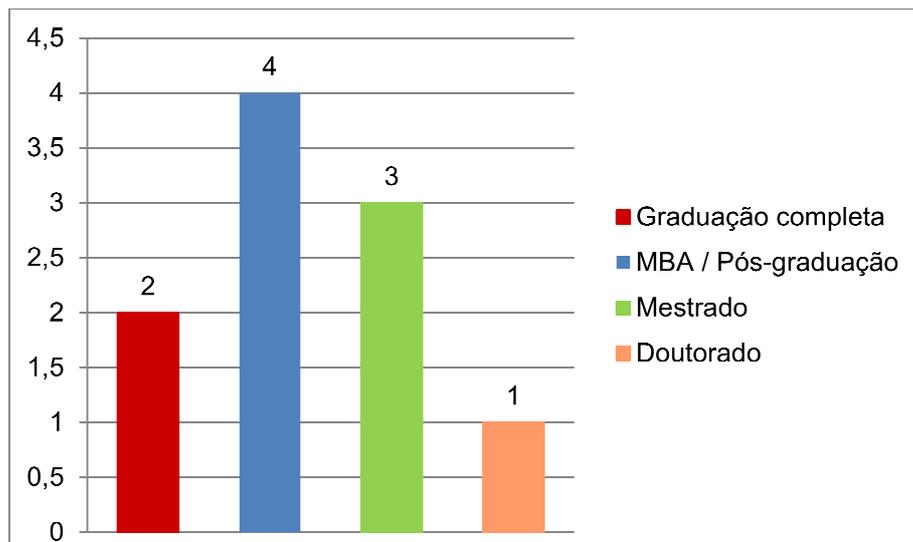
Fonte: Elaborado pelo autor.

Da mesma forma que foi identificado nas pesquisas realizadas no NVF e na Gávea Angels, os entrevistados se concentram na faixa etária que vai dos 40 aos 52 anos, e a maior parte deles, sete, tem idade superior a 40 anos de idade. Pode-se considerar como hipótese que os investidores anjo tenderiam a ter idade madura, nem jovem e nem idoso.

Quanto ao gênero dos entrevistados, do mesmo modo que aconteceu com as pesquisas realizadas no projeto NVF, na Gávea Angels e pela Anjos do Brasil, a predominância da atuação masculina se destaca. Dos dez entrevistados apenas dois são do gênero feminino.

Já, o perfil educacional dos entrevistados reforça o fato de que os investidores anjo do Brasil possuem formação escolar diversa, como apresenta o Gráfico 7.

Gráfico 7 – Escolaridade dos entrevistados



Fonte: Elaborado pelo autor.

Apesar de não haver idêntica formação escolar dos investidores, vale ressaltar que todos os entrevistados possuem no mínimo a graduação completa, assim como demonstrado no perfil tecido nas pesquisas apresentadas no item 2.3.2.

Ainda quanto ao perfil dos entrevistados, vale pontuar que 70% deles residem no estado de São Paulo, tal fato se deve às rotas de acesso aos entrevistados que foram desenvolvidas durante a fase de campo desta pesquisa. Contudo, é interessante notar que apesar de a maioria dos entrevistados residir em São Paulo, seus investimentos se pulverizam, não ficando restritos às *Startups* do mesmo estado, como elucida o Quadro 14.

Quadro 14 - Área geográfica de atuação declarada pelos entrevistados

Área de atuação	Número de Entrevistados
Território Nacional	7
Fora do Brasil	1
Território Nacional + Fora do Brasil	1
SP	1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Obs.: pode haver mais de uma área de atuação por entrevistado.

Cabe mais uma vez destacar que por mais que a maioria dos entrevistados resida no estado de São Paulo, apenas um deles restringe sua atuação ao mesmo estado, tendo a maioria declarado atuar em mais de um estado. Quanto a área de atuação dos entrevistados, destaca-se o fato de que os dois investidores que residem no estado do Rio de Janeiro direcionam seus investimentos apenas para os estados de São Paulo e do Rio de Janeiro. Enquanto os demais fazem investimento em no mínimo três estados do território nacional, exceto o entrevistado 8 que fez aportes em apenas dois estados, sendo eles São Paulo e Alagoas.

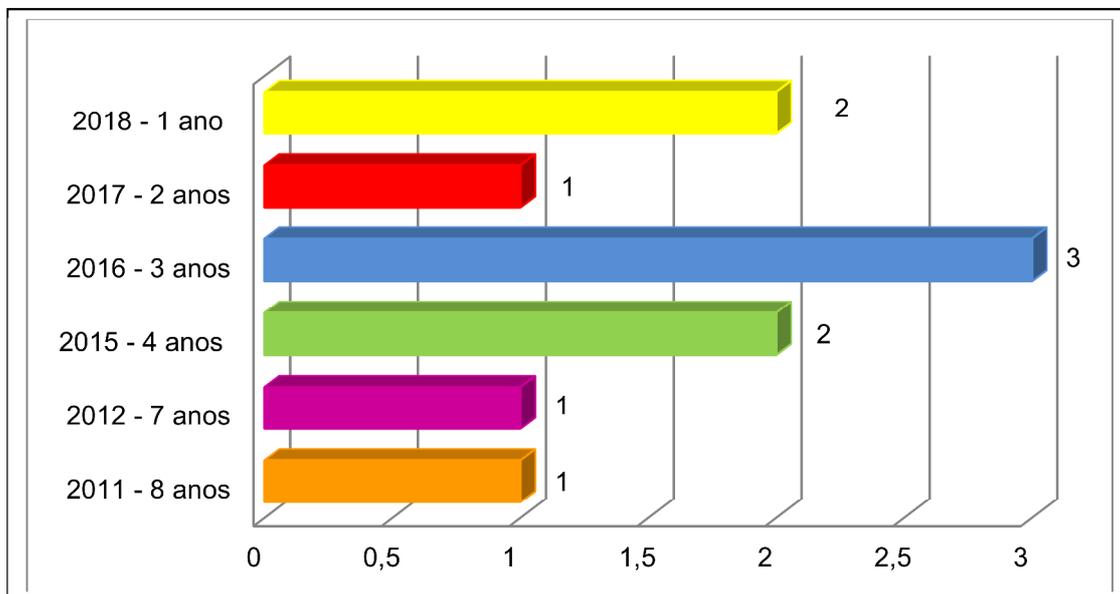
Outra característica que vale ser citada em relação ao perfil dos entrevistados, é que 80% deles já tiveram experiência como empreendedor, sendo que alguns ainda mantêm seu empreendimento como atividade paralela à de investidor anjo. Esse fato confere a eles a *expertise* necessária para atuar na gestão das *Startups* investidas, sendo que essa é uma das características do investidor anjo, como destacado em LIU (2000).

Corroborando com a validação desta característica do investidor anjo, apenas 2 dos entrevistados disseram não se envolver na rotina operacional dos investimentos feitos, ou seja, 8 dos investidores acessados participam da gestão das

Startups investidas, levando sua *expertise* a elas, contribuindo não somente com o capital financeiro, mas também com o chamado *Smart Money*.

Em relação ao tempo de atuação como investidor anjo, a maioria dos entrevistados tem atuação recente, apenas um atua como investidor há mais de 5 anos, tendo feito o primeiro investimento anjo em 2011. Boa parte deles, 80%, tem atuação igual ou inferior a quatro anos, sendo que os dois entrevistados com menor tempo de atuação iniciaram suas atividades como investidor anjo no ano de 2018, como mostra o Gráfico 8.

Gráfico 8 – Ano do primeiro investimento anjo (tempo de atuação)



Fonte: Elaborado pelo autor.

Em análise ao Gráfico 8, pode-se afirmar que, da amostra acessada, 50% atua como investidor anjo há apenas 4 ou 3 anos, sendo consecutivamente 20% e 30% dos entrevistados.

O número de projetos investidos pelos entrevistados não é uniforme, enquanto o entrevistado 2 diz ter feito apenas um investimento, o entrevistado 3 declara já ter investido em 20 empreendimentos.

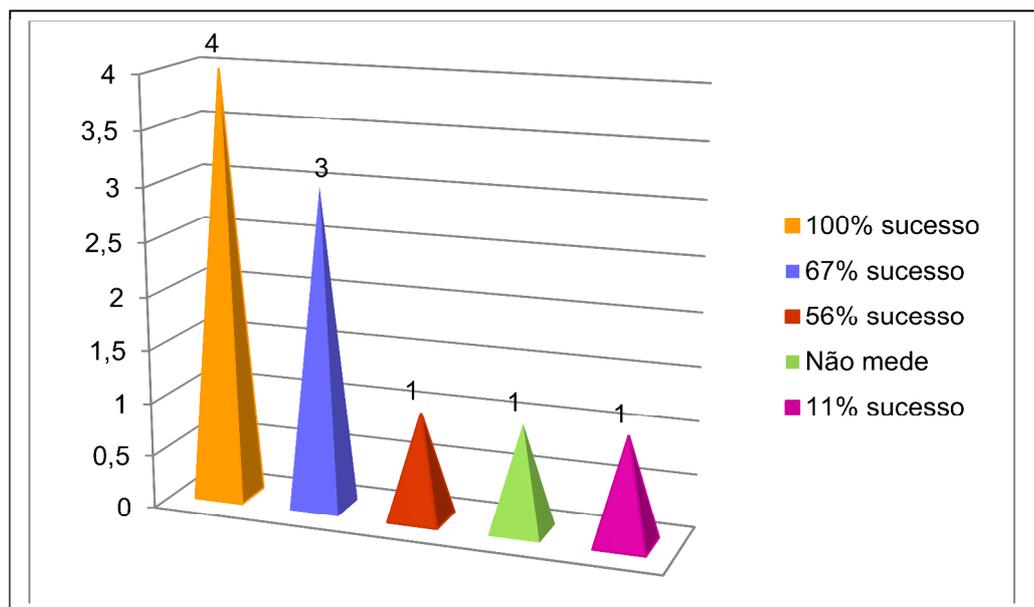
Apesar desta disparidade quanto ao número de investimentos realizados, a percepção de sucesso dos entrevistados se faz um pouco mais homogênea, como mostrado no Quadro 15 e no Gráfico 9.

Quadro 15 - Percepção de sucesso

Número de investimentos	Investimentos que considera bem-sucedido	% Sucesso declarado
1	1	100%
2	2	100%
3	2	67%
3	3	100%
6	4	67%
7	não mede	
9	6	67%
18	2	11%
18	10	56%
20	20	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Gráfico 9 – Percepção de sucesso (distribuição percentual dos entrevistados com relação à taxa de sucesso)



Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que 7 entrevistados pontuam que 67% ou mais de seus investimentos são bem-sucedidos. Vale destacar, contudo, que nesta pesquisa não vinculamos sucesso ao retorno financeiro do investimento, a mensuração de sucesso foi feita com base nos princípios e anseios individuais dos entrevistados e, por esse fato, esse item está sendo tratado como percepção de sucesso. Por fim, o percentual de sucesso médio apontado pelos entrevistados é de 74%, tendo sido considerado para esse cálculo o número de nove respostas, devido a não mensuração de sucesso declarada pelo entrevistado 4.

Quando perguntados a respeito da motivação para realizar investimentos, tomando por base as motivações já destacadas nas pesquisas realizadas no NVF e na Gávea Angels, três opções foram assinaladas entre as 4 possíveis. Quatro investidores destacam a “confiança no empreendedor ou equipe gerencial” como sua maior motivação para investir, quatro pontuam que a “satisfação pessoal em se manter ativo e atualizado participando de iniciativas empreendedoras” é o que mais os motiva a investir, e os dois outros revelam que o fator que os motiva a investir é a “possibilidade de diversificar seu portfólio de investimento”. É explícito que fatores subjetivos como confiança e satisfação são os fatores que mais foram apontados como maiores motivadores para a realização dos investimentos. Além desses fatores que eram previamente apresentados aos entrevistados, abriu-se a possibilidade de que eles destacassem outros fatores que os motivam, e mais uma vez fatores objetivos (de natureza econômica, por exemplo) não foram trazidos. A entrevistada 5 colocou que sua motivação é também o *Give Back*, ou seja, a possibilidade de devolver para a sociedade aquilo que recebeu do País, e o entrevistado 7 pontuou que empreendimentos sociais o motivam a investir.

Quando questionados a respeito da importância da *Startup* já ter recebido financiamento público, cinco entrevistados disseram que é importante, um declarou ser muito importante, e quatro se dividiram entre sem importância e pouco importante. Dentre os que entendem como importante o fato da *Startup* ter recebido financiamento público, a entrevistada 5 diz “é um fator que ajuda muito, porque já traz o aval de outra entidade, como uma Finep da vida, já é um aval importante para nós” (informação verbal), quando questionada se o fato da *Startup* já ter recebido financiamento público passa maior credibilidade, ela diz que sim, e acrescenta “já passou por um crivo forte, é uma *Startup* que já passou” (informação verbal).

Por fim, o perfil médio dos investidores entrevistados se apresenta no Quadro 16.

Quadro 16 - Perfil médio dos investidores entrevistados (continua)

Idade	70% têm mais de 40 anos
Gênero	80% são do gênero masculino
Escolaridade	100% têm no mínimo graduação
Área geográfica de atuação	8 atuam no território nacional
Experiência como empreendedor	80% afirmam que sim
Participação na gestão	80% afirmam que sim

(conclusão)

Percepção de Sucesso	70% apontam sucesso em 67% ou mais dos investimentos feitos
Motivação	Confiança no empreendedor ou Satisfação pessoal
Importância do investimento Público	60% entendem ser importante/muito importante

Fonte: Elaborado pelo autor

4.2 Comportamento do investidor

Os achados relacionados ao comportamento dos investidores entrevistados frente a cenários econômicos otimistas e pessimistas se apresentam no Quadro 17.

Quadro 17 - Resultado das Entrevistas – comportamento do investidor

(continua)

Comportamento do Investidor											
Situação A: Cenário otimista (com crescimento da economia brasileira acima de 4% ao ano).											
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10
em quantos projetos você deseja investir, como anjo, por ano?		2	2	10 – 20	1 - 2	2	5	5	3	3	1
qual montante (em reais) você deseja investir, como anjo, em cada oportunidade?	Mínimo	10K	50 K	667K	80 K	15 K	10 k	100 K	50 k	25 K	5 k
	Máximo	50K	100 K	2,225K	200 K	40 K	25 k	700 K	100 k	40 K	30 k
qual tempo máximo, em anos, esperado de retorno do investimento (período de payback)?		7 a	5 a	+ 5 a	+5 a	4 - 5 a	3 a	5 a	4 - 5 a	5 - 7 a	5 a
qual a participação acionária desejada (em percentuais)?	Mínima		0,50%	5%	1%	0,5%	10%	5%	5%	10%	5%
	Máxima	5%	1%	10%	10%	1%	15%	25%	20%	15%	10%
qual a taxa anual (em percentual) desejada de retorno do investimento?		10 X	100%	15 - 20 X	20 X		3 - 5 X	5 - 6 X	5 X	5 - 6 X	10 X
Situação B: Cenário pessimista (com crescimento da economia brasileira igual ou inferior a 1% ao ano).											
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10
em quantos projetos você deseja investir, como anjo, por ano?		2	1	10 - 20	0	1	5	3	2	3	1
qual montante (em reais) você deseja investir, como anjo, em cada oportunidade?	Mínimo	10K	0	667K	50 K	10 K	10 K	100 K	50 K	25 K	5 k
	Máximo	50K	50 K	2,225K	100K	25 K	15 K	500 K	100 K	40 K	30 k
qual tempo máximo, em anos, esperado de retorno do investimento (período de payback)?		7 a	5 a	5 - 7 a	5 a	6 a	5 a	7 a	7 a	5 - 7 a	5 a
qual a participação acionária desejada (em percentuais)?	Mínima		0	5%	1%	0,5%	5%	15%	5%	10%	5%
	Máxima	5%	0,50%	10%	10%	1%	10%	35%	20%	15%	10%

(conclusão)

qual a taxa anual (em percentual) desejada de retorno do investimento?	10 X	100%	15-20 X	20 X		2 X	5 X	3 X	5 - 6 X	10 X
--	------	------	---------	------	--	-----	-----	-----	---------	------

Fonte: Elaborado pelo autor.

As informações extraídas na parte 2 da pesquisa, que dizem respeito ao comportamento dos investidores diante de cenários econômicos pessimista e otimista, podem ser comparadas aos aspectos econômicos-financeiros mapeados pelas pesquisas realizadas na NVF e na Gávea Angels, apresentados no Quadro 1 do item 2.3.2 desta pesquisa.

A leitura do Quadro 17 mostra que o comportamento de três dos entrevistados se mantém inalterada frente às variações dos cenários econômicos. Os entrevistados 1, 9 e 10 declararam que tanto no cenário econômico otimista, como no cenário econômico pessimista, seu comportamento enquanto investidor permanece o mesmo, não havendo mudança nos valores empregados, nem tão pouco nas expectativas de retorno do investimento. Tal característica se deve ao fato de que, para esses investidores, o que é avaliado no momento da decisão pelo investimento é a oportunidade de negócio e, para eles, isso independe do cenário econômico, como destaca o entrevistado 10:

P: agora as mesmas perguntas, só que em um cenário pessimista. Nesse cenário pessimista a gente considera o crescimento da economia brasileira, igual, ou inferior a 1% ao ano.

E: as mesmas respostas

P: as mesmas respostas? Nada se altera?

E: Não, é que na verdade eu não invisto com base na economia, mas com base na oportunidade que resolve dentro do cenário econômico.

O entrevistado 9 acrescenta que o que muda na avaliação do investimento, de um cenário para o outro é o rigor com que a oportunidade de negócio será avaliada:

P: as mesmas perguntas que foram feitas anteriormente nós vamos repetir, mas agora considerando um cenário pessimista. E aí a gente coloca que esse cenário seria com o crescimento da economia brasileira igual ou inferior a 1% ao ano. Então, nesse cenário pessimista, em quantos projetos você deseja investir, como anjo, por ano?

E: Na verdade é o seguinte, o objetivo continua sendo o mesmo, 3, só que a análise é um pouquinho diferente, é mais exigente, entendeu? Tenta perceber o produto, o mercado que ele quer atingir. Tenta ser mais exigente com o empreendedor, para ver se realmente ele tem características de resiliência, se ele vai firme, se qualquer problema o cara começa desistir, ou

desmotivar. Então, eu diria que em termos de números, os números são os mesmos, só que a característica da análise do investimento é que vai modificar (grifo nosso).

Em compensação, cinco entrevistados (entrevistados 2, 4, 5, 6 e 7) apontaram que seu comportamento diante de cenários econômicos distintos se altera de forma significativa. Dentre eles, quatro declaram que no cenário econômico pessimista o número de projetos a serem investidos é reduzido, bem como quatro indicaram que o tempo máximo, em anos, esperado de retorno do investimento, também se altera. Porém, quanto ao último quesito, três deles se mostram mais flexíveis, aceitando esperar mais tempo pelo retorno do valor investido no cenário pessimista.

Dentre os cinco entrevistados que demonstraram mudar seu comportamento diante de cenários econômicos distintos, três apontaram mudar o montante mínimo que deseja investir em cada oportunidade, assim como os percentuais máximos e mínimos de participação acionária desejada. Tendo todos eles declarado reduzir tanto os montantes de investimento, quanto o percentual de participação acionária desejada.

Já quanto à taxa anual de retorno desejada, apenas dois, dos cinco entrevistados que declaram mudar o comportamento em cenários econômicos diferentes, apontaram alterar o percentual desejado, reduzindo-o.

Os cinco entrevistados que mostraram mudar de comportamento em cenários econômicos diversos, declararam que o valor máximo do montante que deseja investir em cada oportunidade é reduzido.

Em vias de traçar o perfil médio de comportamento dos investidores anjo do Brasil, frente aos cenários otimista e pessimista da economia brasileira, e de compará-los aos aspectos econômicos-financeiros mapeados pelas pesquisas realizadas na NVF e na Gávea Angels, apresentados no quadro 1 do item 2.3.2 desta pesquisa, os quadros 18 e 19 foram elaborados.

O Quadro 18 apresenta o perfil dos investidores entrevistados no cenário econômico otimista, ou seja, com crescimento da economia brasileira acima de 4% ao ano.

Quadro 18 - comportamento do investidor – cenário otimista

Comportamento do Investidor							
Situação A: Cenário otimista							
	Qtde. investimento	Investimento R\$ Mínimo	Investimento R\$ Máximo	Anos Payback	Partic % Mínima	Partic % Máxima	Retorno
E1	2	10.000	50.000	7		5,00%	10 X
E2	2	50.000	100.000	5	0,50%	1,00%	1 X
E3	10-20	667.500	2.225.000	+ 5	5,00%	10,00%	15 - 20 X
E4	1-2	80.000	200.000	+ 5	1,00%	10,00%	20 X
E5	2	15.000	40.000	4 - 5	0,50%	1,00%	
E6	5	10.000	25.000	3	10,00%	15,00%	3 - 5 X
E7	5	100.000	700.000	5	5,00%	25,00%	5 - 6 X
E8	3	50.000	100.000	4 - 5	5,00%	20,00%	5 X
E9	3	25.000	40.000	5 - 7	10,00%	15,00%	5 - 6 X
E10	1	5.000	30.000	5	5,00%	10,00%	10 X
Total		1.012.500	3.510.000				
Média		101.250	351.000				
Total sem E3		345.000	1.285.000				
Média sem E 3		38.333	142.778				

Fonte: Elaborado pelo autor.

Analisando o Quadro 18 pode-se perceber que a maioria dos investidores entrevistados, 70% deles, em um cenário otimista, pretende fazer no máximo três investimentos ao ano, a pesquisa realizada na NVF apontava que essa pretensão era de 2 investimentos ao ano.

Em relação ao montante médio mínimo, que a maioria dos investidores desejam investir em cada oportunidade, o valor permanece inferior a R\$ 100.000, como destacado pelas pesquisas apresentadas no quadro 1. Cabe ainda ressaltar que o valor médio mínimo de investimento continua bem próximo ao trazido pela pesquisa feita na NVF, lá o valor médio mínimo de investimento do grupo era de R\$ 33.636, já nesta pesquisa o valor médio mínimo do grupo, desconsiderando o entrevistado 3 que investe em Euros e, portanto, trabalha com valores diferentes ao da média dos demais entrevistados, foi de R\$ 38.333.

Já o valor médio máximo de investimento, em um cenário otimista, quando comparadas as informações da pesquisa realizada na NVF e as informações desta pesquisa, cresceu 67%. Na NVF o montante máximo que o grupo entrevistado estava disposto a investir, em cada oportunidade, era de R\$ 85.454, nesta pesquisa o montante médio máximo de investimento pretendido pelos entrevistados, num cenário otimista da economia, é de R\$ 142.778.

Nas pesquisas realizadas, tanto na Gávea Angels como na NVF, o tempo máximo esperado, em anos, para retorno do investimento (*payback*) era de 6 anos, pode-se dizer que este perfil permanece semelhante. Para os entrevistados nesta pesquisa, o tempo máximo de espera para retorno do investimento, em um cenário otimista de crescimento econômico, é de 7 anos, sendo que a maioria deles, 60%, tem uma tolerância de espera de 5 anos.

Em relação à participação acionária desejada, nota-se uma alteração significativa no comportamento dos investidores. Nas pesquisas apresentadas no quadro 1, os investidores almejavam uma participação mínima de até 35% e máxima de até 50%. Já, os dados coletados por esse estudo demonstram que os investidores entrevistados, em um cenário otimista, buscam participação acionária máxima de até 25%, sendo que a maioria, 60% dos entrevistados, se satisfaz com 10% de participação acionária máxima. Já, quanto à participação acionária mínima pretendida, em um cenário otimista, os entrevistados buscam até 10% de participação, sendo que 70% deles, se contenta com 5% de participação acionária mínima.

Já o Quadro 19 apresenta o perfil dos investidores entrevistados diante de um cenário econômico pessimista, no qual considera-se o crescimento da economia brasileira igual ou inferior a 1% ao ano.

Quadro 19 - comportamento do investidor – cenário pessimista

Comportamento do Investidor							
Situação B: Cenário pessimista							
	Qtde. investimento	Investimento R\$ Mínimo	Investimento R\$ Máximo	Anos Payback	Partic % Mínima	Partic % Máxima	Retorno
E1	2	10.000	50.000	7		5,00%	10 X
E2	1	0	50.000	5	0,00%	0,50%	1 X
E3	10-20	667.500	2.225.000	5 – 7	5,00%	10,00%	15 - 20 X
E4	0	50.000	100.000	5	1,00%	10,00%	20 X
E5	1	10.000	25.000	6	0,50%	1,00%	
E6	5	10.000	15.000	5	5,00%	10,00%	2 X
E7	3	100.000	500.000	7	15,00%	35,00%	5 X
E8	2	50.000	100.000	7	5,00%	20,00%	3 X
E9	3	25.000	40.000	5 – 7	10,00%	15,00%	5- 6 X
E10	1	5.000	30.000	5	5,00%	10,00%	10 X
Total		927.500	3.135.000				
Média		92.750	313.500				
Total sem E3		260.000	910.000				
Média sem E3		28.889	101.111				

Fonte: Elaborado pelo autor

A leitura do Quadro 19 sugere que, mesmo em um cenário pessimista, a maioria dos entrevistados ainda pretende fazer no máximo três investimentos ao ano. Porém, o percentual dos que pretendem fazer no máximo três investimentos ao ano aumentou, passando de 70% no cenário otimista para 80% no cenário pessimista. Pode-se entender, portanto, que a tendência é que haja uma redução do número de investimentos realizados quando o cenário econômico brasileiro estiver mais retraído.

Quanto ao montante médio mínimo, que o grupo de investidores entrevistados, deseja investir em cada oportunidade, o valor cai para R\$ 28.889 no cenário pessimista, se desconsiderado o entrevistado 3. Sendo que no cenário otimista o montante médio era R\$ 38.333. Nota-se que no cenário pessimista há uma redução de 25% no montante médio mínimo que os investidores pretendem investir quando comparada à pretensão de investimento, dos mesmos investidores, no cenário otimista.

Em relação ao montante médio máximo de investimento, quando comparadas as informações apontadas no cenário otimista com as apontadas no cenário pessimista, verifica-se uma queda de 29%. No cenário otimista a pretensão de investimento médio era de R\$ 142.778, já no cenário pessimista o montante médio é de R\$ 101.111.

Para os investidores questionados nesta pesquisa, o tempo máximo esperado, em anos, para retorno do investimento (*payback*) permanece em 7 anos no cenário econômico pessimista, assim como havia sido apontado no cenário otimista. Porém, a tolerância dos investidores se mostra aumentada no cenário pessimista, pois apenas 40% deles exige retorno do investimento em no máximo 5 anos, sendo que no cenário otimista esse percentual era de 60%.

Quanto à participação acionária desejada, percebe-se que como o cenário pessimista de crescimento econômico oferece maior risco aos investidores, a exigência de percentual de participação acionária se torna maior. Neste cenário, os investidores entrevistados buscam participação acionária máxima de até 35% e participação acionária mínima de até 15%, sendo que esta pretensão, no cenário otimista, era de até 25% e 10%, consecutivamente.

Contudo, nota-se também, que a posição da maioria dos entrevistados não se altera entre um cenário e outro. Assim como foi destacado para o cenário otimista, no cenário pessimista, a maioria, 60% dos entrevistados, se satisfaz com 10% de

(conclusão)

Finanças	Disponibilidade de <i>smart money</i>	Entende-se por “ <i>smart money</i> ” a situação na qual quem financia também participa da gestão do novo empreendimento.							X					X	2
Empreendedor	Expertise de domínio do(s) empreendedor(es)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança.		X		X									2
Empreendedor	Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.	X				X		X			X			4
Empreendedor	Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	Credibilidade, honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciados por uma fonte confiável.	X		X		X				X		X		5
Inovação	Time de gestão	Outros critérios comportamentais do empreendedor / time de gestão como ‘resiliência’ (capacidade de se adaptar a situações diversas).	X	X		X		X		X					5
															30

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se através da leitura do Quadro 20 que os três critérios destacados como mais importantes pelos entrevistados foram: Inovação e qualidade do produto/serviço; Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es); e time de gestão. Ou seja, três critérios pertencentes a três dimensões distintas, sendo elas, respectivamente: produto; empreendedor; e investimento.

Apesar dessa diversidade em relação às dimensões às quais pertencem os critérios destacados como mais importantes pelos entrevistados, esse achado coloca os investidores brasileiros em linha aos investidores de fora do Brasil. Pois, conforme descrito no item 2.5.1, as pesquisas acadêmicas internacionais apontam que os critérios de seleção mais importantes no processo de decisão de investimento do investidor anjo de fora do Brasil estão inseridos na dimensão

empreendedor. Bem como acontece no estudo bibliométrico realizado por Tenca, Croce e Ughetto (2016), que demonstra que os critérios de seleção mais importantes identificados na literatura, por eles estudada, são referentes ao empreendedor/time de gestão.

Em busca de relacionar a percepção de sucesso aos critérios de seleção apontados como mais importantes pelos investidores, foi elaborado o Quadro 21, que destaca os critérios mais relevantes aos investidores que citaram que tiveram de 67% até 100% dos investimentos realizados bem-sucedidos.

Quadro 21 - Critérios de seleção para os entrevistados que consideram de 67% até 100% de investimento bem-sucedido

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento									
Assinale com um X os 3 critérios que são mais importantes na sua opinião.									Total
	Percentual de Investimento bem-sucedido	100%	100%	100%	100%	67%	67%	67%	
Dimensão	Critério	E2	E3	E5	E6	E8	E9	E10	
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	X		X	X		X		4
Produto	Inovação e qualidade do produto/serviço		X			X	X		3
Finanças	Rentabilidade							X	1
Finanças	Perspectiva de retorno favorável		X						1
Finanças	Disponibilidade de <i>smart money</i>				X			X	2
Empreendedor	Expertise de domínio do(s) empreendedor(es)	X							1
Empreendedor	Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)			X			X		2
Empreendedor	Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)		X	X		X		X	4
Investimento	Time de gestão	X			X	X			3
									21

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que, dentre os critérios destacados como os mais relevantes para o processo de seleção de investimento pelos investidores com maior percepção de sucesso, o critério Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es), ainda se destaca. Tendo alcançado a mesma proporção de percepção de relevância que um critério relacionado à dimensão produto.

Para aqueles que percebem que 100% de seus investimentos foram bem-sucedidos, os critérios relacionados ao empreendedor e o time de gestão ainda se destacam. Contudo, o critério mais relevante para a maioria deles é o interesse e benefícios do produto/serviço, pertence à dimensão produto.

Já, para os investidores que percebem que 67% de seus investimentos são bem-sucedidos, o critério confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es), pertencente à dimensão empreendedor, ainda se destaca como relevante no processo de seleção de investimento. Sendo de igual relevância para eles o critério inovação e qualidade do produto/serviço, pertencente à dimensão produto.

Já, para os investidores que apontam menor percentual de sucesso em seus investimentos, os critérios mais relevantes estão destacados no Quadro 22.

Quadro 22 - Critérios de seleção para os entrevistados que consideram menor % de investimento bem-sucedido

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento				
<i>Assinale com um X os 3 critérios que são mais importantes na sua opinião.</i>				Total
	Percentual de Investimento bem-sucedido	56%	11%	
Dimensão	Critério	E1	E7	
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço			-
Produto	Inovação e qualidade do produto/serviço		X	1
Finanças	Rentabilidade		X	1
Finanças	Disponibilidade de <i>smart money</i>			-
Empreendedor	Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	X	X	2
Empreendedor	Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	X		1
Investimento	Time de gestão	X		1
				6

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para os investidores que destacaram que menos de 67% de seus investimentos foram bem-sucedidos, o critério mais relevante no processo de seleção de investimento é o entusiasmo/comprometimento do(s) empreendedor(es), critério também pertencente à dimensão empreendedor. Sendo que o investidor que aponta que 56% dos seus investimentos foram bem-sucedidos, destaca como relevantes critérios inerentes ao empreendedor e time de gestão, assim como apontado pelo estudo bibliométrico de Tenca, Croce e Ughetto (2016).

Na tentativa de traçar um paralelo entre o tempo de atuação do investidor anjo e os critérios de seleção apontados como mais importantes por ele, o Quadro 23 foi elaborado.

Quadro 23 - Critérios de seleção versus tempo de atuação do investidor

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento												
Assinale com um X os 3 critérios que são mais importantes na sua opinião.												
Ano do primeiro investimento		2011	2012	2015	2015	2016	2016	2016	2017	2018	2018	
Dimensão	Critério	E7	E10	E3	E9	E1	E4	E8	E2	E5	E6	Total
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço				X				X	X	X	4
Produto	Inovação e qualidade do produto/serviço	X		X	X		X	X				5
Finanças	Rentabilidade	X	X									2
Finanças	Perspectiva de retorno favorável			X								1
Finanças	Disponibilidade de <i>smart money</i>		X								X	2
Empreendedor	Expertise de domínio do(s) empreendedor(es)						X		X			2
Empreendedor	Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	X			X	X				X		4
Empreendedor	Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)		X	X		X		X		X		5
Investimento	Time de gestão					X	X	X	X		X	5
												30

Fonte: Elaborado pelo autor.

A leitura do Quadro 23 sugere que quanto maior o tempo de atuação como investidor anjo, mais bem equilibrada é a distribuição dos critérios de seleção apontados com mais relevantes. Esse aspecto indica que os investidores com mais tempo de atuação buscam analisar critérios inseridos em todas as dimensões para decidir pelo investimento. Já, quando o tempo de atuação do investidor é menor, percebe-se que a maioria concentra sua atenção aos critérios relacionados à dimensão empreendedor, produto e investimento.

Ainda buscando consolidar os achados quanto aos critérios de seleção mais relevantes no processo de seleção de investimento dos investidores anjo do Brasil, foi solicitado que os entrevistados destacassem o grau de importância de cada um dos nove critérios trazidos como mais importantes pelas pesquisas de Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016). Como resposta a essa solicitação tem-se o que se apresenta no Quadro 24.

Quadro 24 - Importância atribuída pelos entrevistados para cada critério de seleção

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento												Total	
Assinalar com um X o grau de importância de cada um dos critérios de seleção.													
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10		
Interesse e benefícios do produto/serviço Dimensão: produto	1 = sem importância												
	2 = pouco importante												
	3 = importante	X									X	2	
	4 = muito importante		X		X		X	X	X				5
	5 = extremamente importante			X		X				X			3
Inovação e qualidade do produto/serviço Dimensão: produto	1 = sem importância												
	2 = pouco importante												
	3 = importante										X	1	
	4 = muito importante		X		X	X	X						4
	5 = extremamente importante	X		X				X	X	X			5
Rentabilidade Dimensão: finanças	1 = sem importância												
	2 = pouco importante		X							X		2	
	3 = importante					X	X		X			3	
	4 = muito importante	X			X			X				3	
	5 = extremamente importante			X							X	2	
Perspectiva de retorno favorável Dimensão: finanças	1 = sem importância												
	2 = pouco importante		X									1	
	3 = importante				X				X		X	3	
	4 = muito importante	X					X	X		X		4	
	5 = extremamente importante			X		X						2	
Disponibilidade de smart money Dimensão: finanças	1 = sem importância												
	2 = pouco importante					X		X		X		3	
	3 = importante	X	X									2	
	4 = muito importante			X	X		X					3	
	5 = extremamente importante								X		X	2	
Expertise de domínio do(s) empreendedor(es) Dimensão: empreendedor	1 = sem importância												
	2 = pouco importante												
	3 = importante								X			1	
	4 = muito importante	X						X		X		3	
	5 = extremamente importante		X	X	X	X	X				X	6	
Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es) Dimensão: empreendedor	1 = sem importância												
	2 = pouco importante						X					1	
	4 = muito importante		X									1	
	5 = extremamente importante	X		X	X	X		X	X	X	X	8	
	3 = importante												
Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es) Dimensão: empreendedor	1 = sem importância												
	2 = pouco importante												
	3 = importante												
	4 = muito importante		X									1	
	5 = extremamente importante	X		X	X	X	X	X	X	X	X	9	
Time de Gestão Dimensão: investimento	1 = sem importância												
	2 = pouco importante												
	3 = importante												
	4 = muito importante					X		X		X		3	
	5 = extremamente importante	X	X	X	X		X		X		X	7	
											90		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para facilitar a leitura do Quadro 24, o Quadro 25 foi elaborado destacando apenas a importância mais citada para cada um dos critérios.

Quadro 25 - Importância mais citada para cada critério de Seleção

Dimensão	Critérios de Seleção	Grau de importância mais citado	% Entrevistados
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	4 = muito importante	50%
Produto	Inovação e qualidade do produto/serviço	5 = extremamente importante	50%
Finanças	Rentabilidade	3 = importante	30%
		4 = muito importante	30%
Finanças	Perspectiva de retorno favorável	4 = muito importante	40%
Finanças	Disponibilidade de <i>smart money</i>	2 = pouco importante	30%
		4 = muito importante	30%
Empreendedor	Expertise de domínio do(s) empreendedor(es)	5 = extremamente importante	60%
Empreendedor	Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	5 = extremamente importante	80%
Empreendedor	Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	5 = extremamente importante	90%
Investimento	Time de Gestão	5 = extremamente importante	70%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que todos os critérios inseridos na dimensão empreendedor são percebidos como extremamente importantes para quase que todos os entrevistados. Assim como os critérios inerentes ao produto, que foram destacados como muito ou extremamente importante por 50% dos os investidores consultados. Outro critério que foi citado como extremamente importante por grande percentual dos entrevistados foi o time de gestão. Esse resultado confirma aquilo que foi apontado no Quadro 17, ou seja, que os critérios inseridos nas dimensões produto; empreendedor; e investimento (time de gestão) são os mais relevantes no processo de decisão de investimento do investidor anjo do Brasil.

Assim, sugere-se que os investidores brasileiros têm como mais relevantes os mesmos critérios apresentados no estudo bibliométrico de Tenca, Croce e Ughetto (2016), que aponta que os critérios de seleção mais importantes identificados na literatura, por eles estudada, são referentes ao empreendedor/time de gestão. Da mesma forma que aquilo que foi identificado por essa parte da pesquisa e está pontuado no Quadro 17.

Buscou-se também relacionar o tempo de atuação com a importância atribuída a cada critério estudado, como apresenta o Quadro 26.

Quadro 26 - Critérios de seleção versus tempo de atuação do investidor

(continua)

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento											
<i>Assinalar com um X o grau de importância de cada um dos critérios de seleção.</i>											
Ano do primeiro investimento anjo		2011	2012	2015	2015	2016	2016	2016	2017	2018	2018
		E7	E10	E3	E9	E1	E4	E8	E2	E5	E6
Interesse e benefícios do produto/serviço Dimensão: produto	1 = sem importância										
	2 = pouco importante										
	3 = importante		X			X					
	4 = muito importante	X					X	X	X		X
	5 = extremamente importante			X	X					X	
Inovação e qualidade do produto/serviço Dimensão: produto	1 = sem importância										
	2 = pouco importante										
	3 = importante		X								
	4 = muito importante						X		X	X	X
	5 = extremamente importante	X		X	X	X		X			
Rentabilidade Dimensão: finanças	1 = sem importância										
	2 = pouco importante				X				X		
	3 = importante							X		X	X
	4 = muito importante	X				X	X				
	5 = extremamente importante		X	X							
Perspectiva de retorno favorável Dimensão: finanças	1 = sem importância										
	2 = pouco importante								X		
	3 = importante		X				X	X			
	4 = muito importante	X			X	X					X
	5 = extremamente importante			X						X	
Disponibilidade de <i>smart money</i> Dimensão: finanças	1 = sem importância										
	2 = pouco importante	X			X					X	
	3 = importante					X			X		
	4 = muito importante			X			X				X
	5 = extremamente importante		X					X			
Expertise de domínio do(s) empreendedor(es) Dimensão: empreendedor	1 = sem importância										
	2 = pouco importante										
	3 = importante							X			
	4 = muito importante	X			X	X					
	5 = extremamente importante		X	X			X		X	X	X
Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es) Dimensão: empreendedor	1 = sem importância										
	2 = pouco importante										X
	3 = importante										
	4 = muito importante								X		
	5 = extremamente importante	X	X	X	X	X	X	X		X	
Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es) Dimensão: empreendedor	1 = sem importância										
	2 = pouco importante										
	3 = importante										
	4 = muito importante								X		
	5 = extremamente importante	X	X	X	X	X	X	X		X	X

(conclusão)

Time de gestão Dimensão: investimento	1 = sem importância										
	2 = pouco importante										
	3 = importante										
	4 = muito importante	X			X					X	
	5 = extremamente importante		X	X		X	X	X	X		X

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise do Quadro 26 não permite fazer nenhuma relação entre o tempo de atuação do investidor e a importância atribuída a cada um dos critérios.

4.4 Critérios de investimento – Dimensão Interação Social

A quarta parte da pesquisa buscava identificar se critérios de seleção relacionados à interação social são importantes para os investidores anjo do Brasil. Nessa parte da pesquisa, perguntas fechadas foram realizadas e também foram tabuladas, como apresentado nos Quadros 27, 28, 29, 30 e 31.

Quadro 27 - Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: amigo em comum

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social												Total
Critério 1: amigo em comum												
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10	
Para você é importante ter amigo em comum com o empreendedor?	Sim			X								1
	Não	X	X		X	X	X	X	X	X	X	9
Qual o grau de importância de ter amigo em comum com o empreendedor?	Sem Importância											-
	Pouco Importante			X		X	X		X	X	X	6
	Importante		X		X							2
	Muito Importante	X						X				2
	Extremamente Importante											-
Você já considerou o fato de ter amigo em comum com o empreendedor em seu processo de decisão de investimento?	Sim	X			X	X		X				4
	Não		X	X			X		X	X	X	6
Com qual frequência ter amigo em comum com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?	Nunca			X					X			2
	Raramente						X	X		X	X	4
	Algumas Vezes				X	X						2
	Frequentemente	X	X									2
	Sempre											-

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Quadro 27 aponta que, para a maioria dos entrevistados, ter amigo em comum com o investidor anjo é pouco importante, não sendo esse fator levado em consideração com frequência no processo de tomada de decisão de investimento.

Apesar de os entrevistados não julgarem o amigo em comum como um fator preponderante no processo de decisão, ainda assim pode-se dizer que ter um amigo

em comum pode ajudar no processo decisório, mas isso só acontecerá se o amigo em comum tiver algumas características que são buscadas pelos investidores, como *expertise* no ramo de atuação da *Startup*, como exposto pelo entrevistado 5:

P: Você já considerou o fato de ter amigo em comum com o empreendedor em seu processo de decisão de investimento?

E: É, pensando nos três, um deles, um amigo em comum, me apresentou ao empreendedor.

P: Mas isso mudou a forma como você olhou para o empreendimento, ou não?

E: Nesse caso sim, porque eu confio nessa pessoa em termos da *expertise* de TI. Agora, se fosse assim, a minha irmã “ah dá uma olhada lá”, aí não teria influencia nenhuma, nesse caso teve influencia porque ele era uma autoridade no assunto, e ele estava me indicando amigos que, segundo ele, teriam o mesmo nível de *expertise* que ele no ramo de inteligência artificial.

P: Então, assim, essa pessoa que fez a indicação, ela faz parte do ecossistema anjo, ou não?

E: Não, não faz.

P: A *expertise* dele era relacionada ao tema da *Startup*, né?

E: É, ao tema da *Startup*. Ele disse, olha quero te apresentar uns amigos meus que estão trabalhando nisso ..., um projeto muito bom ..., e eu avalio que eles têm muito potencial.

P: Então, nesse caso, teve por conta da *expertise* de quem estava fazendo a indicação?

E: É, exatamente.

Além disso, a indicação por um amigo em comum pode ser considerada no processo decisório do investidor anjo, quando a pessoa que faz a indicação da *Startup* se torna coinvestidor, como aponta o entrevistado 4:

E: Para coinvestimento, sim.

P: Para coinvestimento! E aí, esse amigo em comum, quando a gente fala, tem que ser um amigo investidor também ou pode ser qualquer tipo de amigo?

E: Não, então, eu normalmente até quando eu ajudo o empreendedor buscar eu procuro buscar é o *smart money*. Ou seja, que sejam investidores que contribuem com a necessidade, né? Seja para abertura de portas, seja para ser alguém de marketing.

P: Então, esse amigo em comum com o investidor teria que ser uma pessoa envolvida no ecossistema e que possibilitasse o crescimento do empreendimento?

E: Isso, *smart money* seria.

P: E aí se o amigo em comum com o investidor não fizer parte do ecossistema, não puder trazer nenhuma colaboração para o crescimento do investimento, isso não pesa na sua decisão?

E: Depende, às vezes pesa sim.

P: Então ter um amigo em comum faz diferença?

E: Sim, teve uma *startup* que eu levei duas pessoas para investir junto comigo mas que eram ... um era ex-presidente do Serasa, era sobre banco de dados, o outro que eu levei para investir junto comigo era uma pessoa de MBA. Eles falaram olha, acho que vamos estudar a lei de proteção, o presidente do Serasa, né? Eu não entraria, né, porque o cara tem *expertise* eu entrei.

P: sempre que você fala de um amigo que intermedeia a relação entre você e o investidor, seria como coinvestidor? Se eu, por exemplo, nós somos amigos e eu não faço parte do ecossistema, eu não sou coinvestidora, se eu te apresentar uma possibilidade de investimento, isso pesa para você?

E: Não.

P:Então teria que ser uma pessoa que vai investir junto, esse amigo em comum?

E: Sim.

P: OK.

E: Investir junto, mas, é claro, eu preciso fazer minha avaliação. E se além do produto, a minha avaliação que eu faço, se tem investidor com características que possam estar *smart money*.

A mesma percepção de importância em relação ao coinvestidor também é destacada pelo entrevistado 2:

E: Eu acho que tem uma relativa importância, principalmente se esse amigo meu falar que vai investir. Porque indicar, bacana, já recebi várias indicações de amigo, mas se esse amigo também tá indo... “não eu tô abraçando, eu conheço o cara, o cara é bom, eu vou investir”, aí é uma referência muito boa. (grifo nosso)

P: Então se o amigo em comum for alguém dentro do ecossistema de investimento anjo, é mais importante para você?

E: Que também vai entrar no investimento naquela *startup*, não no investimento anjo. Assim, eu conheço bastante gente que está no meio como investidor anjo, mas se falar assim “aquela *startup* é bacana para investir”, legal, vou avaliar. É importante? É legal, porque é uma indicação. Agora se esse amigo falar que ele vai investir nessa, é mais importante ainda.(grifo nosso) Porque eu conheço o amigo, e ele conhece o cara e está indo, então ele também está entrando no negócio.

P: Gera mais confiança?

E: Gera mais confiança, com certeza!

E também é reforçada pelo entrevistado 9, que cita um exemplo no qual o fato dele ter interesse de investir em uma *Startup* fez com que outro investidor anjo decidisse por investir naquele empreendimento também:

E: Aconteceu ao contrário, né? Quem tava indo no investimento era eu e meu sócio, outro investidor anjo começou a pensar no assunto, falou “pô eu não tenho como pensar nisso agora, vocês vão então eu tô junto”, mas aí ele sabe exatamente como a gente pensa, a gente sabe como ele pensa, quer dizer, não é porque nós somos amigos dele que ele entrou, ele entrou porque ele sabe capacidade de análise e falou “então eu tô junto”. Nós não éramos amigo do empreendedor quando aconteceu isso aí, é só um exemplo de como pode acontecer essa característica de investimento é um poder compartilhado, né?

O Quadro 28 traz as respostas dos entrevistados quanto ao critério de seleção relacionamento profissional.

Quadro 28 - Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção:
relacionamento profissional anterior

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social												Total
Critério 2: relacionamento profissional anterior												
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10	
Para você é importante ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor?	Sim		X		X	X		X	X			5
	Não	X		X			X			X	X	5
Qual o grau de importância de ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor?	Sem Importância											-
	Pouco Importante	X		X	X	X	X				X	6
	Importante								X	X		2
	Muito Importante		X					X				2
	Extremamente Importante											-
Você já considerou o fato de ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor em seu processo de decisão de investimento?	Sim				X			X	X			3
	Não	X	X	X		X	X			X	X	7
Com qual frequência ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?	Nunca	X		X		X	X			X		5
	Raramente				X			X			X	3
	Algumas Vezes											-
	Frequentemente		X									1
	Sempre								X			1

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Quadro 28 aponta que houve um empate em relação ao número de investidores que julga importante ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor, e o número de investidores que não julga esse fato importante. No entanto, para a maioria dos entrevistados, ter tido relacionamento profissional anterior com empreendedor é pouco importante, sendo que para a maioria esse fator nunca é levado em consideração no processo de tomada de decisão de investimento.

Esse achado desqualifica o exposto por Israel Salmen à revista Exame (2014). Israel Salmen colocou que “o investidor era antigo cliente na gestora de investimentos da qual eu fui sócio fundador”, a partir disso, se fosse possível traçar a hipótese de que o relacionamento profissional anterior fosse critério relevante no processo de tomada de decisão dos investidores anjo do Brasil, sugere-se, com os achados, que essa hipótese seria fraca.

Apesar de os entrevistados não julgarem ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor como importante no processo de decisão de investimento, alguns destacam que ter tido relacionamento profissional anterior ajuda a conhecer o perfil do empreendedor, e isso é bom. Mas ressaltam que esse relacionamento anterior, sozinho, não é levado em consideração. O que é levado em

consideração durante o processo decisório é a *expertise* do empreendedor (critério inserido na dimensão empreendedor) que é conhecida devido ao contato profissional prévio, como mostra a fala do entrevistado 2:

E: Conhecer ajuda bastante. Porque assim, de tudo que eu conversei e aprendi nesses, sei lá, seis anos vai, mais ou menos, que eu estou no meio... o mais importante não é nem tanto a ideia. Você tem uma ideia, um produto, com uma ideia bacana e um empreendedor fraco, ela vai pro limbo. Mas se você tem uma ideia média, com um empreendedor muito bom, ela pode explodir de qualquer jeito. Então, empreendedor, quanto mais informações você tiver do empreendedor, é melhor coisa que tem. Melhor informação. (grifo nosso)

Então é assim, é importante ter relacionamento? É! Porque eu vou ter mais informação daquele empreendedor.

P: Então o fato de você ter trabalhado com ele, faz você conhecer o perfil profissional dele, e gerar uma confiança?

E: Isso, perfil profissional, o conhecimento que ele tem sobre aquele mercado, aquele assunto. Você sabe se é um cara engajado, um cara que vai matar a mãe para poder fazer esse negócio funcionar (grifo nosso). Ou se é aquele cara que tomou um “tropicão”, machucou o dedinho, vai aí não, vou sair fora. É assim, então, quanto mais você conhecer da pessoa melhor. Então é importante? Qualquer informação que você sobre o empreendedor, é muito importante. (grifo nosso)

Corroborando com o ponto de vista do entrevistado 2, a entrevistada 5 afirma:

E: Não, nunca trabalhei com nenhum dos empreendedores, para mim todos são novos.

P: Mas se tivesse trabalhado com eles isso pesaria no seu processo de seleção?

E: Ah sim, se tivesse trabalhado com certeza pesaria, para o bem e para o mal.

P: Tá, então seria algo a ser observado durante o processo de seleção?

E: Ah, mas é necessariamente que se você conhece a pessoa você já tem uma avaliação daquela pessoa, do status, do nível de comprometimento, da *expertise* (grifo nosso), tudo isso. Então é claro que vai.... isso aí não precisa nem perguntar, é do ser humano, né?! Você se deixa influenciar pela sua experiência prévia

A mesma entrevistada complementa:

P: Então assim, para a escolha, não é o fato de ter trabalhado junto que vai garantir a escolha dele?

E: Não.

P: Então é isso que a gente quer decidir aqui

E: Tá.

P: Então na verdade o fato de ter trabalhado junto é algo que vai ajudar no seu processo de avaliação?

E: Exatamente.

P: Mas não que vai ajudar trazer uma certeza para o empreendedor

E: É, exatamente isso, exatamente.

P: Que é isso que nós queremos validar. Então, não pesa, isso não é um critério que pesa, te ajuda na avaliação.

E: É, é, na avaliação. Mas não vai pesar para eu fazer o investimento

P: Isso! Na decisão final não pesa, te ajuda na avaliação, mas na decisão final, não.

E: É, está certo. (grifo nosso)

Apontando para o sentido oposto ao dos demais entrevistados, o entrevistado 3 declara que para ele o relacionamento profissional anterior é importante:

P: Se você já tivesse tido um relacionamento profissional com a pessoa, e conhecesse o perfil dela, isso seria levado em consideração?

E: Aí sim, isso sim, sim, com certeza. Acho muito parecido com amizade aí, isso influencia sim, porque é relacionamento, né? Na verdade se você for olhar, os investimentos, principalmente anjo, dificilmente você vai conhecer o cara e vai investir. Se cria uma amizade, um relacionamento e depois que você investe.

P: Tem que criar um cenário de confiança, né?

E: É um cenário de confiança, por isso que faz muito sentido se for alguém conhecido, que trabalhar, ficaria muito mais fácil (grifo nosso). O problema é que não tem tantas *startups* que seja isso, ainda mais ligar *startups* e amigos, fica mais restrito.

P: Então se tiver um empreendedor que tiver uma rede de relacionamento muito boa, isso dá uma vantagem para ele em relação aos demais?

E: Exatamente, principalmente se for da área da *startup* dele. Exemplo, eu tenho uma *startup* de dentista e sou dentista, então ele conhece toda a cadeia de dentistas, isso é muito importante, mesmo, isso faz muito sentido. Isso conta muito ponto.

P: E, esse relacionamento traz para ele uma vantagem de conseguir captar experiência anteriores de outras pessoas, né?

E: É, exatamente! E não só o empreendedor, mas o time. (grifo nosso)

Contudo, a fala do entrevistado 3 sugere que o importante é a confiança e o conhecimento prévio a respeito da *expertise* do empreendedor. De tal forma, pode-se entender que assim como apontado pelo entrevistado 2 e pela entrevistada 5, o que é levado em consideração pelo entrevistado 3 é a confiabilidade/honestidade e a *expertise* do empreendedor (critérios inseridos na dimensão empreendedor). Assim, o relacionamento profissional anterior é apenas um meio de facilitar o processo de avaliação do empreendedor, como exposto por parte dos demais entrevistados.

A percepção dos entrevistados em relação ao critério amizade em comum se apresenta no Quadro 29.

Quadro 29 - Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: amizade direta com o empreendedor

(continua)

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social											Total	
Critério 3: amizade direta com o empreendedor												
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10	
Para você é importante ter amizade com o empreendedor?	Sim		X	X					X			3
	Não	X			X	X	X	X		X	X	7

(conclusão)

Qual o grau de importância de ter amizade com o empreendedor?	Sem Importância	X			X	X						3
	Pouco Importante						X	X	X	X	X	5
	Importante		X	X								2
	Muito Importante											-
	Extremamente Importante											-
Você já considerou o fato de ter amizade com o empreendedor em seu processo de decisão de investimento?	Sim			X	X				X			3
	Não	X	X			X	X	X		X	X	7
Com qual frequência ter amizade com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?	Nunca	X			X	X	X	X			X	6
	Raramente									X		1
	Algumas Vezes			X					X			2
	Frequentemente		X									1
	Sempre											-

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como visto nos dois critérios anteriores, pertinentes à dimensão interação social, ter amizade direta com o empreendedor também não é levado em consideração no processo de decisão do investidor anjo do Brasil. Quanto a este critério a maioria destaca que esse pode ser um impedimento ao processo de investimento, pois a maioria não se sente confortável em misturar amizade com negócios, como mostra a fala do entrevistado 4:

E: Não, zero, muito pelo contrário

P: Então, ter amizade com o empreendedor é totalmente sem importância no seu processo de decisão?

E: Sim, eu prefiro até que não seja.

E: Influencia negativamente.

A entrevistada 6 também acredita que ter amizade com o empreendedor pode prejudicar o processo de investimento:

E: [...] se a gente parar para pensar, o brasileiro é um povo excessivamente relacional e emocional, então eu não sei se essa dimensão... tudo bem, você vai ver se acontece muito ou não... mas se ela é benéfica ou não, aí é outra história, né?

P: Sim, é....

E: Nós estamos falando de negócios, né? Estamos falando de negócios, não estamos falando de amigo para levar para jantar....(grifo nosso)

[...]

E: Eu estou achando interessante introduzir esse critério, lá fora eles nem devem pensar nisso.

P: [...] seria interessante de fato ver aqui no Brasil porque nós temos peculiaridades, né?

E: Temos peculiaridades, exatamente. Como também uma alta tolerância à corrupção também, né?! Eu, às vezes, acho que ter amizade, pra mim não é cartão de visita, pelo contrário, é problema ... problema que pode ou não acontecer.

P: Então ter amizade não é importante?

E: Não, não, não.

P: Dependendo até atrapalha na sua decisão de investimento?

E: Sim, pode atrapalhar.

Já o Quadro 30 reúne as respostas dos entrevistados quanto ao critério de seleção mentor.

Quadro 30 - Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: mentor

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social												
Critério 4: a startup ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional												Total
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10	
Para você é importante a <i>startup</i> ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional?	Sim	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	10
	Não											-
Qual o grau de importância da <i>startup</i> ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional?	Sem Importância											-
	Pouco Importante											-
	Importante				X	X				X		3
	Muito Importante		X				X	X	X			4
	Extremamente Importante	X		X							X	3
Você já considerou o fato da <i>startup</i> ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional em seu processo de decisão de investimento?	Sim	X	X	X	X		X	X	X	X	X	9
	Não					X						1
Com qual frequência o fato da <i>startup</i> ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional influencia sua decisão de investimento?	Nunca					X						1
	Raramente				X							1
	Algumas Vezes							X		X		2
	Frequentemente	X	X	X			X		X		X	6
	Sempre											-

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em relação ao processo de mentoria, a postura dos entrevistados muda, para todos eles o fato da *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento é bem visto, e para a maioria deles esse fato é considerado com frequência no processo de decisão de investimento. Isso porque a *expertise* de mentor e a validação trazida por ele conferem mais segurança à realização do investimento, como mostra o entrevistado 1:

E: Sim, isso influencia.

P: Então, se a *startup* está inserida numa incubadora, numa aceleradora e você conhece o mentor que a companhia a *startup* isso influencia?

E: Sim, sim, sim, influencia.

P: Influencia bastante?

E: Influencia bastante.

P: Normalmente as *stratups* que vocês investem vem de aceleradora, incubadora ou não ?

E: Não, as *stratups* que eu fiz não.

P: Todas independentes?

E: Todas independentes. Todas foram apresentadas pelo B. (investidor anjo, inserido no ecossistema, no qual o entrevistado confia e se espelha). Eu também conheci pelo B. Não só pelo B, mas de alguma forma o B. estava conectado também, tanto ele quanto o T.M.... não, o T.M tá na maioria, mas não em todas, o B. já está em todas que eu estou.

P: Como que uma *startup* faz para se inserir no ecossistema se ela não tem um mentor?

E: Você vai começar a procurar eventos ... é ...eventos de *network*, é comunidades. As *startups* têm muito disso, que nem aqui no ABC tem o *ABC valley*. Acaba tendo *meetups*, acaba tendo eventos... *workshops*, acaba tendo eventos que estão conectados. Porque quem é de *Startups* esse ecossistema é muito colaborativo.... é, então assim, acaba. O próprio Sebrae aqui no ABC acaba conectando muito as *Startups*, tem o *StartupsDay*, o *StartupSp* Sebrae, a primeira vez que fez no ABC parece que juntou trinta *startups*, trinta e poucas *startups*. Depois de um ano dois anos já está em noventa *startups*, as pessoas começam a saber que existe um ecossistema, que existe uma comunidade....

P: Então é bem rede de relacionamento mesmo...

E: É bem rede de relacionamento. Diferente do mercado tradicional, por exemplo, você quer falar com o CEO da Volkswagen, você não vai conseguir, é praticamente impossível. Num modelo de *startup* quem é investidor anjo as pessoas tem acesso, muito claro, consegue marcar uma reunião, consegue agendar para poder estar mostrando o trabalho. Os investidores anjo são muito acessíveis.

P: Essa questão aqui de mentoria, a gente considera como mentor só quando a *startup* está inserida numa aceleradora...

E: Não, não, não, tem muito caso do mentor ser um *adviser*, um cara que ele é um conselheiro da *startup*, e chega as vezes até ter conselheiro tem *equity* só por ser conselheiro....isso porque isso faz diferença na hora que eles estão procurando investimento anjo, é quase como um selo, está certificando o quem está comigo ó, eu já tenho um valor diferente.

P: E aí, esse "quem está comigo" não necessariamente em questões financeiras, né?

E: Isso, às vezes não, tem mentores que tem *equity* sem ter posto um real na *startup*, é pelo conhecimento dele, pela maturidade dele que ele tem de negócio, pelo *network* que ele pode oferecer.

P: E aí durante um *pitch* se o empreendedor falar, isso conta...

E: Sim, quando põe lá equipe, está lá o *adviser* lá, está lá que nem um mentor

P: E aí isso faz toda a diferença.

E: Vou dar um exemplo, a V.P. que é uma *startup* que a gente tem investimento, os mentores é o B. e também tem o ai agora esqueci o nome dele.... esqueci o nome... e eles são, então isso já faz uma diferença, porque você sabe que os caras são do ecossistema, você sabe que os caras têm contatos *network*, porque o que acontece quando você faz um investimento anjo você também tem que pensar na saída, você quem podem ser os futuros *players* que podem comprar, para isso você precisa ter *network*, para chegar nessas pessoas, nesses *players* grandes.

P: Então essa questão da mentoria para a *startup* é fundamental, para ela conseguir uma forte...

E: É fundamental, é fundamental, isso diferencia também.

P: Então quem tem interesse em montar uma *startup* teria que ir em busca de um mentor?

E: Isso tem, tem que pensar nessa questão

P: [...] Então isso é um fato a ser pensado com critério.

E: Não há duvida, tá?! Isso faz diferença, na hora do aporte você vai ver quem está com a pessoa, isso faz diferença, tá?! É aquilo lá, é o selo certificador. Óh, eu tenho fulano que está comigo, ele acredita no meu projeto.

P: Ele esta dando o suporte necessário...

E: Se ele acredita você olha com mais atenção o negócio. Você já sabe que tem o aval de alguém que é referência no mercado.

O Entrevistado 9, além de apontar a importância do mentor devido à sua *expertise*, esclarece que o esse benefício será percebido, faça o mentor parte de sua rede de relacionamento ou não:

P: E se esse mentor não for seu conhecido, a importância é a mesma?

E: A importância, não diria que é a mesma, mas a importância, eu diria no sentido que se a *Startup* já tem uma pessoa capacitada, que eu conheço ou não, em determinado ramo, pode ser produção, pode ser venda, pode ser gestão... eu vejo com bons olhos, ele já está sendo ajudado, por uma mentoria, isso é um aspecto positivo na análise do investimento.

P: Então, na verdade, o que é importante para o senhor, é a questão dela já estar recebendo apoio, e não o fato de estar recebendo apoio de alguém de dentro da sua rede de relacionamento?

E: Perfeito! (grifo nosso)

O entrevistado 7 também aponta a importância do mentor no processo de seleção da *Startup*. Contudo, ele se mostra mais ponderado ao declarar o benefício intrínseco do papel do mentor, ele aponta tanto os aspectos positivos, quanto os aspectos negativos que o processo de mentoria pode adquirir.

P: Esse papel de mentor, ele traz credibilidade para *startup* em qual sentido?

E: Em dois sentidos. No primeiro que você entende que mentor é aquela pessoa que já tem determinada experiência e está contribuindo para aquela *startup*. Ou seja, eu tenho alguém também trabalhando o desenvolvimento potencial daquele produto ou serviço inovador que está sendo oferecido... e segundo, eu começo a entender, também, que o empreendedor está aberto à entrada de novas ideias, de um complemento, de uma ideia adicional, né?!

P: Ele é flexível.

E: É! Isso é importantíssimo, porque a gente sabe que você não consegue caminhar uma *startup* sozinha, você precisa dar as mãos, o cara já começa com essa... ele já se apresenta para os investidores dessa forma, acho super positivo.

P: E se o mentor não for uma pessoa conhecida? Que você já conheça previamente, isso muda para você, ou não?

E: Muda, não necessariamente que eu conheça previamente, mas eu preciso atestar, na minha visão, como é que é a qualidade desse mentor. Já aconteceu ao contrário também, empreendedores que possuem mentores que na verdade não tem a devida habilidade e competência para mentorar uma *startup*, também já pesaram negativamente numa decisão de investimento. (grifo nosso)

P: Quando essa mentoria acontece dentro de uma incubadora, de uma aceleradora, isso é diferente, ou não, só o fato de ter um mentor, já é suficiente?

E: Bruna, ele é diferente mas, te digo que o rótulo de uma aceleradora, não necessariamente significa qualidade. Então recai sobre o mesmo problema... às vezes uma aceleradora que possui mentores que não estão devidamente qualificados para isso [...] Então é assim, não é o rótulo de mentor que faz, no meu caso, tomar uma decisão positiva, ou negativa, sobre

um startup, mas ele tem influência... então, de verdade, o mentor ele pode influenciar positivamente ou negativamente, raramente eu fico no meio do caminho. Eu considero mesmo a questão do mentor (grifo nosso).

Quanto ao critério indicação de oportunidade, a percepção dos investidores anjo entrevistados se faz presente no Quadro 31.

Quadro 31 - Percepção dos entrevistados quanto ao critério de seleção: indicação de oportunidade

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social												
Critério 5: indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional											Total	
		E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7	E8	E9	E10	
Para você é importante a indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional?	Sim		X	X				X	X		X	5
	Não	X			X	X			X	X	X	6
Qual o grau de importância da indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional?	Sem Importância				X							1
	Pouco Importante	X				X	X			X	X	5
	Importante							X				1
	Muito Importante		X						X		X	3
	Extremamente Importante			X								1
Você já considerou a indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional em seu processo de decisão de investimento?	Sim		X	X		X		X	X	X	X	7
	Não	X			X		X					3
Com qual frequência a indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional influencia sua decisão de investimento?	Nunca	X			X							2
	Raramente					X	X			X	X	4
	Algumas Vezes							X				1
	Frequentemente			X					X		X	3
	Sempre		X									1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Apesar de os entrevistados pontuarem como pouco importante a indicação da oportunidade de investimento por uma amigo/ familiar ou contato profissional, boa parte deles já considerou esse critério em seu processo de seleção de investimento.

Essa característica se deve ao fato de que, para a maioria dos entrevistados, a indicação passará a ter valia se ela for feita por uma pessoa considerada capacitada por eles, como indica o entrevistado 8:

E: A indicação vai ser tão mais importante quanto mais eu considerar a capacidade de julgamento desse profissional, amigo ou familiar.

P: Se for uma pessoa inserida no ecossistema isso pesa para você, se não, não?

P: Então essa indicação só se faz importante se essa pessoa que estiver indicando tiver conhecimento, estiver inserida nesse ecossistema?

E: Sim.

E: Uma indicação vai ser importante e aí eu vou fazer meu julgamento, mas se a pessoa trouxe é porque ela viu alguma coisa interessante. Mas, para dar um exemplo, o meu tio fica toda hora: olha, tem uma coisa muito legal aqui, eu falo: não, essa coisa não é legal".

P: Então mais uma vez depende de quem está indicando, né?
 E: É, mas às vezes esse mesmo tio chega com algumas coisas que eu falo: nossa, isso aqui é legal, vamos olhar.
 P: O fato dessa indicação vir de uma pessoa da sua rede de relacionamento não faz você deixar de olhar a *startup*, é isso?
 E: Exato.
 P: Mas o fato dessa pessoa conhecer o processo o ecossistema, é importante porque já valida que tenha alguma coisa boa em vista.
 E: sim, sim.

O Entrevistado 10 segrega a importância da indicação em dois grupos: as de origem familiar e de amigos, e as de origem profissional. Para ele, esses dois grupos têm importância diferentes no processo de indicação, tanto que ele assinalou dois graus de importância para esse critério, e duas frequências que esse critério influencia em sua tomada de decisão, como exposto no Quadro 31. O Entrevistado 10 esclarece:

E: O amigo e familiar, não. O contato profissional, provavelmente sim. De novo, amigos amigos, negócios à parte. Às vezes o cara pode achar que o negócio é bom mas não tem competência técnica para achar, não é porque é meu amigo.
 P: E aí o contato profissional tem que ser alguém inserido no ecossistema de inovação, com conhecimento suficiente?
 E: Não necessariamente inserido no ecossistema de inovação, pode ser de negócios adicional.
 P: Então de contato profissional é relevante, você leva em consideração a indicação. E de amigo e familiar, não.
 P: Você já considerou a indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional em seu processo de decisão de investimento?
 E: Contato profissional, sim.
 P: E aí quando você fala que considera a indicação, é no sentido de olhar com mais atenção para a *startup*, ou disso ter um peso no seu processo de decisão? Essa indicação ter um peso...
 E: É mais para olhar, porque vai muito do meu critério.
 P: A sua avaliação não muda?
 E: Na verdade me faz enxergar, dar a oportunidade para ouvir o empreendedor. Porque não quer dizer que se vem uma indicação, a análise daquele profissional seja a mesma que a minha. Mas você entendendo aquele cara, pelo menos você considera aquela avaliação... porque a todo momento acaba tendo oportunidades, então você tendo a indicação acaba sendo um filtro positivo.

Assim, após análise detalhada dos quadros, sugere-se que para os investidores anjo do Brasil, dentro da dimensão interação social, o relacionamento com o mentor da *Startup* seja o critério mais relevante no processo de decisão pelo investimento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como tema os critérios de seleção de investimento anjo, com o seguinte problema de pesquisa: quais critérios de seleção de investimento são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil?

O objetivo geral declarado foi investigar quais são os critérios de seleção de investimento utilizados pelos investidores anjo do Brasil. Já os objetivos específicos declarados foram: identificar e descrever os critérios de seleção de investimento, já citados na literatura acadêmica nacional, que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil; identificar os critérios de seleção de investimento já citados na literatura acadêmica nacional, que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil, que se consideram bem-sucedidos; identificar se critérios de seleção de investimento relacionados ao processo de interação social, que ainda não foram estudados na literatura acadêmica nacional, são relevantes para os investidores anjo do Brasil.

Realizou-se uma pesquisa exploratória e de natureza primária. Os dados foram coletados através de técnica de amostragem similar à *snowball*, utilizando-se questionário elaborado a partir dos questionários de Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016), acrescidos da dimensão interação social, decorrente da necessidade identificada por meio da leitura de documentos pertencentes à literatura acadêmica e não acadêmica. Foram realizados 21 contatos com investidores anjo na tentativa de agendar entrevistas, destas tentativas 10 foram revertidas em entrevistas, das quais duas foram feitas presencialmente e oito a distância, por meio do aplicativo *Skype*.

Em relação aos objetivos, em primeiro lugar foi possível identificar que os critérios de seleção de investimento, já citados na literatura acadêmica nacional, são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil, e estão inseridos nas dimensões: produto; empreendedor; e investimento. Com esse achado foi possível perceber que os investidores brasileiros têm, como mais relevantes, critérios similares aos dos investidores de fora do Brasil, conforme verificado na comparação dos dados obtidos por meio das entrevistas realizadas, com o exposto nas pesquisas apresentadas na literatura internacional, como a de Tenca, Croce e Ughetto (2016).

Quanto ao objetivo de identificar os critérios de seleção de investimento, já citados na literatura acadêmica nacional, que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil, que se consideram bem-sucedidos, é possível afirmar, por meio da análise das informações coletadas durante as entrevistas, que os investidores com maior percepção de sucesso julgaram como mais relevantes, no processo de decisão de investimento, critérios pertencentes à dimensão produto e empreendedor, tendo os da dimensão produto se destacado entre os que declararam ser 100% bem-sucedidos em seus investimentos.

Em relação ao objetivo “identificar se critérios de seleção de investimento relacionados ao processo de interação social, que ainda não foram citados na literatura acadêmica nacional, são relevantes para os investidores anjo do Brasil”, verificou-se que, para a maioria dos entrevistados, os critérios sugeridos para essa dimensão são pouco importantes, ganhando destaque apenas o critério mentor, que questionava se o fato da *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da rede de relacionamento pessoal ou profissional do investidor é importante. Para a maioria dos investidores entrevistados o critério mentor é muito importante, pois facilita a obtenção de informações a respeito do empreendedor e do negócio.

Após a realização da pesquisa a respeito dos critérios de seleção de investimento que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil foi possível identificar características que podem ser tratadas em pesquisas futuras. Tais características são descritas nas hipóteses traçadas com os dados obtidos na pesquisa de campo, como mostra o Quadro 32.

Quadro 32 – Hipóteses para investigação futura

(continua)

Número	Tema	Descrição
1	Faixa etária dos entrevistados	Os investidores anjo do Brasil tenderiam a ter idade madura, nem jovem e nem idoso
2	Número de investimentos	Os investidores anjo brasileiros reduzem o número de investimentos realizados anualmente quando o cenário econômico é de retração
3	Montante investido	Os investidores anjo brasileiros reduzem o montante médio, máximo e mínimo, de investimento quando o cenário econômico é de retração
4	Tempo de retorno	Existe maior flexibilidade quanto ao tempo de retorno (em anos) exigido pelos investidores anjo do Brasil quando a economia está mais retraída. Neste período a tendência é que eles aceitem esperar um pouco mais pelo retorno do investimento

(conclusão)

5	Percepção de sucesso	investidores com maior percepção de sucesso julgam como mais relevante, no processo de decisão de investimento, critérios pertencentes à dimensão produto e empreendedor
6	Tempo de atuação	Investidores anjo com maior tempo de atuação buscam analisar critérios relacionados a todas as dimensões para decidir pelo investimento, enquanto investidores com menor tempo de atuação concentram sua escolha em critérios relacionados à dimensão empreendedor e ao critério time de gestão (relacionado à dimensão investimento)
7	Amigo em comum	Para os investidores anjo do Brasil, ter um amigo em comum com o empreendedor é importante se este amigo tiver <i>expertise</i> no ramo da <i>startup</i> analisada e puder ajudar na avaliação da oportunidade de negócio
8	Amigo em comum	Para os investidores anjo do Brasil, ter um amigo em comum com o empreendedor é importante se este amigo participar como coinvestidor naquela oportunidade de negócio
9	Relacionamento profissional	Relacionamento profissional anterior não é um critério relevante no processo de tomada de decisão dos investidores anjo do Brasil
10	Mentor	Para os investidores anjo do Brasil, o fato da <i>Startup</i> ter um mentor demonstra que o empreendedor está aberto para novas ideias, sendo este um fator relevante no processo de seleção de investimento
11	Mentor	Para os investidores anjo do Brasil o mentor da startup pode contribuir com o processo de seleção de investimento de forma relevante pois é uma fonte de informação qualificada a respeito dos empreendedores e do desenvolvimento do projeto

Fonte: Elaborado pelo autor.

Cabe destacar que a análise das respostas obtidas nas questões abertas do questionário, sugere que os investidores anjo do Brasil possuem uma rede de relacionamento entre eles, e que esta é considerada durante o processo de decisão de investimento. As respostas dos entrevistados indicam que os investidores anjo do Brasil buscam informações e, até mesmo, investir, junto com outros investidores anjo, vistos como mais experientes por eles.

Tal indicativa sugere que a interação social entre investidor anjo e empreendedor não é tão relevante no processo decisório, como se pode inicialmente acreditar. Mas que, porém, a interação social entre investidores anjo pode ser relevante no processo de decisão de investimento, cabendo, portanto, novas pesquisas que busquem confirmar a importância desse aspecto.

Além disso, outros aspectos, que corroboram com a necessidade de realizar novas pesquisas, foram identificados. O primeiro aspecto ainda no levantamento bibliográfico foi a dificuldade de obtenção de artigos nacionais acerca do tema específico. Os artigos da área temática em questão são predominantemente réplicas de estudos realizados fora do Brasil, sem considerar aspectos importantes da realidade brasileira. Outro aspecto relevante é o fato de que os resultados encontrados nas pesquisas nacionais já realizadas são, em sua maioria, disformes, tendo nove critérios como os mais relevantes. Há necessidade de aumentar a amostra das pesquisas, com um modelo único de instrumento de pesquisa, para garantir um resultado mais refinado e assertivo quanto ao critério de seleção mais relevante no processo de decisão de investimento dos investidores anjo do Brasil.

A baixa adesão à participação na pesquisa pode ser uma indicação para estudos futuros. As dificuldades nesse sentido iniciaram já na identificação dos contatos. Além disso, esses contatos foram pouco produtivos, demonstrando a necessidade de se obter apoio dos grandes grupos de investimento anjo para a realização de pesquisa com maior índice de sucesso. Nesta pesquisa os contatos foram feitos diretamente com os investidores por meio de contato pessoal, aplicativo de comunicação ou rede social. Mesmo após a identificação de 21 possíveis respondentes, apenas 10 contribuíram com a pesquisa.

A utilização dos questionários utilizados por Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016), e principalmente, dos resultados das pesquisas de Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016), como referência para a elaboração do novo questionário, foi importante, pois possibilitou a redução do número de questões, bem como a inserção da nova dimensão, sem que o preenchimento do formulário se tornasse moroso, levando à desistência ou desinteresse do entrevistado. Como o questionário foi adaptado e acrescido de novos critérios, tornou-se necessária a aplicação de um pré-teste, que aconteceu junto a três especialistas. As adaptações sugeridas por eles se mostraram necessárias e relevantes para o entendimento do problema e surtiram o resultado desejado.

De tal modo, a elaboração do questionário é uma contribuição metodológica desta pesquisa, dado que contempla aspectos não inseridos nas pesquisas anteriores, apresenta termos condizentes com os habitualmente utilizados pelos investidores anjo do Brasil, e está estruturado de forma que garanta a agilidade de preenchimento, sem a diminuição da qualidade das respostas. A única necessidade

de melhoria percebida em relação ao questionário está relacionada às questões A5 e B5, inseridas na segunda parte do formulário, que buscam identificar o comportamento do investidor. Nessas questões o entrevistado é questionado a respeito da taxa anual (em percentual) desejada de retorno do investimento. Contudo, percebeu-se, durante as entrevistas, que o termo utilizado pelos investidores anjo do Brasil, para identificar o retorno desejado é número de vezes do investimento realizado, e não percentual anual.

Sugere-se ampliar a amostragem em pesquisas futuras, envolvendo um maior número de investidores e maior abrangência do território nacional, por meio de uma abordagem quantitativa para as características gerais já mapeadas nas pesquisas anteriores e consolidadas neste estudo. Mas, também, qualitativa quanto às características de interação social entre investidores anjo.

A demanda por novos conhecimentos a respeito dos critérios de seleção de investimento, que são mais relevantes no processo de decisão de investimento dos investidores anjo, existe e é de interesse tanto da comunidade acadêmica como dos investidores e empreendedores inseridos no processo de inovação. Dessa forma, a continuidade das pesquisas a respeito do tema é importante para auxiliar o desenvolvimento do investimento anjo no Brasil, de natureza mais específica, bem como o desenvolvimento econômico nacional, de natureza mais abrangente.

REFERÊNCIAS

ABVCAP. Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (2011.2012.2013.2014.2015.2016.2017). **Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital**, 2018. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx>. Acesso em: 12 Set. 2018.

AMORIM, Ronaldo Alves de. **Os critérios de investimento utilizados pelos investidores anjo no Brasil: uma análise sobre suas prioridades**. 2016.104 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

ANJOS DO BRASIL. Case Samba Tech: quando a parceria com o investidor-anjo vai além do Series B. **Disponível em:** <http://blog.anjosdobrasil.net/2015/04/case-samba-tech-quando-parceria-com-o.html>. **Acesso em: 16 Set. 2018.**

ANJOS DO BRASIL. Investimento Anjo no Brasil tem potencial de R\$1.7 bilhão. **Disponível em:** <http://blog.anjosdobrasil.net/2016/07/investimento-anjo-no-brasil-tem.html>. **Acesso em: 16 Set. 2018.**

ANJOS DO BRASIL. Investidores Anjo aportam quase um bilhão de reais em startups em 2017. **Disponível em:** <http://www.anjosdobrasil.net/blog>. **Acesso em: 12 Set. 2018.**

ANJOS DO BRASIL. O crescimento do Investimento Anjo: pesquisa 2019 ano base 2018. **Anjos do Brasil**, 2019. Disponível em: https://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/evolu%C3%A7%C3%A3o_d_o_investimento_anjo_no_brasil_-_resultados_da_pesquisa_2019_ano_base_2018_-_anjos_do_brasil.pdf. Acesso em: 12 Nov. 2019.

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

BOTELHO, A. J. J.; DIDIER, D.; RODRIGUEZ, M. V. R. (2006). Impulsionando o Take-off da Inovação no Brasil: O Investidor Anjo. **ENANPAD 2006**. 23 a 27 de setembro de 2006. Salvador BA.

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

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: 1º censo brasileiro**. 2005.

CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 2.ed. Porto Alegre: Ed. Artmed, 2007. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4238002/mod_resource/content/1/Creswell.pdf. Acesso em: 27 set. 2018.

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

DE NEGRI, Fernanda. **Novos caminhos para a inovação no Brasil**. Washington, DC: Wilson Center, Interfarma, 2018.

DING, Zhujun; AU, Kevin; CHIANG, Flora. Social trust and angel investors' decisions: A multilevel analysis across nations. **Journal of Business Venturing**, v. 30, n. 2, p. 307-321, 2015.

ÉPOCA NEGÓCIOS. **Onde está seu investidor-anjo?**. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Empreendedorismo/noticia/2017/10/onde-esta-seu-investidor-anjo.html>. Acesso em: 12 Set. 2018.

EXAME. **Quem são e o que procuram os investidores anjo do Brasil**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/pme/quem-sao-e-o-que-procuram-os-investidores-anjo-do-brasil/>. Acesso em: 16 Set. 2018.

EXAME. **10 dicas para conquistar um investidor-anjo para sua startup**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/pme/10-dicas-para-conquistar-um-investidor-anjo-para-sua-startup/>. Acesso em: 12 Set. 2018.

FEENEY, Lisa; HAINES Jr, George H.; RIDING, Allan L. Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. **Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance**, v. 1, n. 2, p. 121-145, 1999.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GOLDENBERG, Mirian. **A arte de pesquisar: como fazer pesquisa qualitativa em ciências sociais**. 8.ed. Rio de Janeiro: Ed. Record, 2004. Disponível em: <http://www.ufjf.br/labesc/files/2012/03/A-Arte-de-Pesquisar-Mirian-Goldenberg.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

HORBUCZ, Kessyane da Silva Novaes. **Financiamento à inovação: investigação dos atributos considerados por fundos de capital anjo no processo de decisão de investimento**. 2015. 113 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.

IBGE. **Pesquisa de inovação 2014**. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE, 2016. Disponível em: <http://www.pintec.ibge.gov.br/downloads/PUBLICACAO/PUBLICA%C3%87%C3%83O%20PINTEC%202014.pdf>. Acesso em: 12 Set. 2018.

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

LANDSTRÖM, Hans (Ed.). **Handbook of research on venture capital**. Edward Elgar Publishing, 2007.

LINDSAY, Noel J. Do business angels have an entrepreneurial orientation?. **Venture Capital**, v. 6, n. 2-3, p. 197-210, 2004.

LIU, Ying. An overview of angel investors in Canada. **MFA paper**, 2000.

LUNA, F.; MOREIRA, S.; GONÇALVES, A. Financiamento à inovação. In.: DE NEGRI, J. A.; KUBOTA, L. C. **Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica no Brasil**. Brasília: IPEA, 2008. cap. 5, p. 229-626.

MACHADO, Fabio Gimenez. **Investidor anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups**. 2015. 172 p. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

MACMILLAN, Ian C.; KULOW, David M.; KHOYLIAN, Roubina. Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance. **Journal of business venturing**, v. 4, n. 1, p. 27-47, 1989.

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. **Small Business Economics**, v. 7, n. 2, p. 153-172, 1995.

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. Barriers to investment in the informal venture capital sector. **Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal**. v. 14, n. 3, p. 271-287, 2002.

MAXWELL, Andrew L.; JEFFREY, Scott A.; LÉVESQUE, Moren. Business angel early stage decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 212-225, 2011.

MAZZUCATO, Mariana. **O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. Setor privado**. 1ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria et al. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção**, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.

PAMPLONA, João Batista; YANIKIAN, Viviane Paes Macedo. O sistema federal de financiamento à inovação no Brasil. **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**. ISSN 1806-9029, v. 26, n. 1 (47).

PROWSE, Stephen. Angel investors and the market for angel investments. **Journal of Banking & Finance**, v. 22, n. 6-8, p. 785-792, 1998.

RAMADANI, Veland. Business angels: who they really are. **Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance**. V. 18, n. 7-8, p. 249-258, 2009.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 147 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de

Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SEBRAE. Cartilhas de Capital Empreendedor: fundos de investimento. **Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas**. 2015. Disponível em: [http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/9c8f7eca571fc28910f40a88cf0d2705/\\$File/5660.pdf](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/9c8f7eca571fc28910f40a88cf0d2705/$File/5660.pdf). Acesso em: 25 Abr. 2019.

STEDLER, Heinrich; PETERS, Hans Heinrich. Business angels in Germany: an empirical study. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, v. 5, n. 3, p. 269-276, 2003.

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

TENCA, Francesca; CROCE, Annalisa; UGHETTO, Elisa. Business angels research in entrepreneurial finance: a literature review and a research agenda. **Journal of Economic Surveys**, 2016.

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

VAN OSNABRUGGE, Mark S. **The financing of entrepreneurial firms in the UK: a comparison of business angel and venture capitalist investment procedures**. 1998. 487 p. Tesse (Doutorado em Filosofia em Estudos de Gestão) - Hetford College, University of Oxford, Oxfors, 1998.

WETZEL, William E. Angels and informal risk capital. **Sloan management review**, v. 24, n. 4, p. 23-34, 1983.

Apêndice A – Comitê de especialistas

Especialista 1

Dados Gerais

7. Quantos investimentos você deseja realizar, como anjo, por ano? _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: criar vignetes (estórias) para contextualizar e facilitar a resposta. Juntar com a questão 10

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

8. Qual tempo máximo, em anos, esperado de retorno do investimento (período de payback)? _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Poderia também vincular com as estórias

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

9. Qual a participação acionária desejada (em percentuais)?

Mínima _____ Máxima _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Poderia também vincular com as estórias

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

10. Qual montante (em reais) está disposto a investir em cada oportunidade?

Mínimo _____ Máximo _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Idem questão 7

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

11. Qual a taxa anual (em percentual) desejada de retorno do investimento? _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Poderia também vincular com as estórias

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

12. Você se envolveu, ou se envolve, na rotina operacional dos investimentos já feitos?

() Sim () Não

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? (X) Sim () Não

Sugestão de melhoria: Criar um bloco de "comportamento do investidor com as estórias e as questões de 7 até 10. Unir as questões 12, 13 e 14 com as questões de 1 até 6 em bloco chamado perfil e motivação

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

13. Aponte entre as opções abaixo aquela que melhor representa sua motivação para investir (escolha apenas uma).

Motivação	
Possibilidade de maior ganho ou rentabilidade relativa a outras opções de investimento	<input type="checkbox"/>
Confiança no empreendedor ou equipe gerencial	<input type="checkbox"/>
Possibilidade de diversificar seu portfólio de investimento	<input type="checkbox"/>
Satisfação pessoal em se manter ativo e atualizado participando de iniciativas empreendedoras	<input type="checkbox"/>

Outra que você gostaria de citar: _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? (X) Sim () Não

Sugestão de melhoria: Criar um bloco de "comportamento do investidor com as estórias e as questões de 7 até 10. Unir as questões 12, 13 e 14 com as questões de 1 até 6 em bloco chamado perfil e motivação

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

14. O fato da *startup* receber ou já ter recebido algum tipo de financiamento público interfere na sua decisão de Investimento?

() Sim () Não

Se sim, o financiamento público interfere de qual forma em sua decisão de investimento?

() de forma positiva () de forma negativa

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Aclarear a questão do financiamento público

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento

Pesquisas científicas destacam 9 critérios de seleção de investimento como sendo os mais relevantes para os investidores anjo do Brasil. Esses critérios estão listados no quadro abaixo.

Quais deles você considera os 3 mais importantes?

Instrução de preenchimento: Assinale com um X os 3 critérios que são mais importantes, na sua opinião.

Critérios	Entendimento	
Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.	
Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade.	
Rentabilidade	Informações de rentabilidade projetadas.	
Perspectiva de retorno favorável	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.	
Disponibilidade de <i>smart money</i>	Possibilidade de contribuir com sua experiência e conhecimento em novos negócios / de atuar na gestão do empreendimento.	
<i>Expertise</i> de domínio do(s) empreendedor(es)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança.	
Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.	
Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	Credibilidade, honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciados por uma fonte confiável.	
Time de gestão	Outros critérios comportamentais do empreendedor / time de gestão como 'resiliência' (capacidade de se adaptar a situações diversas).	

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Apenas melhoraria a redação do entendimento sobre smart money

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social

Com relação à interação social no processo decisório do investidor anjo do Brasil, as perguntas a seguir têm como objetivo averiguar a influência do vínculo social no processo de decisão de investimento, a partir de 5 critérios propostos.

Critério: amigo em comum

1. Para você é importante ter amigo em comum com o empreendedor? Entende-se por ter amigo em comum com o empreendedor o fato de você ter alguém que seja seu amigo e também amigo do(s) empreendedor(es). Justifique.

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: _____

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

2. Qual o grau de importância de ter amigo em comum com o empreendedor?

Sem Importância	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
<input type="checkbox"/>				

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: Sugiro tratar como continuidade do critério 1 (1.2 por exemplo)

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

Critério: ter amigo / familiar ou relacionamento profissional como mentor do empreendimento

1. Para você é importante ter amigo / familiar ou relacionamento profissional como mentor do empreendimento? Entende-se por mentor o profissional que acompanha todo ou uma parte do ciclo de vida de uma *startup*, um projeto ou negócio, apoiando o seu desenvolvimento com experiência, conhecimento e abrindo portas com sua rede de relacionamento. Justifique.

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Alterar descrição do critério para melhor entendimento

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

Outras sugestões para aperfeiçoamento do formulário: Nas questões de perfil, perguntar se já teve experiência como empreendedor

Especialista 2

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social

Critério: amizade direta com o empreendedor

1. Para você é importante ter amizade com o empreendedor? Entende-se por ter amizade com o(s) empreendedor(es) o fato de você ter relacionamento de amizade anterior com o(s) empreendedor(es). Justifique.

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim (X) Não

Sugestão de melhoria: Definir melhor “amizade” versus “colega”

O conteúdo é relevante? (X) Sim () Não

Especialista 3

Dados Gerais

3. Escolaridade

- ensino fundamental completo
 ensino médio completo
 graduação incompleta
 graduação completa
 MBA / Pós-graduação
 Mestrado
 Doutorado

Para uso do comitê de especialistas:A redação está clara? Sim NãoSugestão de melhoria: Abrir dois mestrados: mestrado acadêmico e mestrado profissionalO conteúdo é relevante? Sim Não

4. Em que ano você fez seu primeiro investimento anjo? _____

Para uso do comitê de especialistas:A redação está clara? Sim NãoSugestão de melhoria: Conceituar primeiramente "investimento anjo" e, somente após isso, fazer a mesma perguntaO conteúdo é relevante? Sim Não

5. Quantos investimentos anjo já realizou? _____

Para uso do comitê de especialistas:A redação está clara? Sim NãoSugestão de melhoria: A pergunta, em realidade, são duas: A) quantos projeto foram objeto de investimento anjo de sua parte? B) Qual o valor total de investimento anjo que você já realizou?O conteúdo é relevante? Sim Não

6. Do total de investimentos realizados, quantos considera bem-sucedidos do ponto de vista de seus interesses? _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: Do total de investimentos realizados quantos considera bem-sucedidos do ponto de vista de seus interesses? Outra pergunta, poderia ser do total do valor de investimentos realizados, qual o percentual que considera bem-sucedido do ponto de vista de seus interesses?

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

7. Quantos investimentos você deseja realizar, como anjo, por ano? _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: Em quantos projetos você deseja investir, como anjo, por ano? Qual o valor total de investimentos que você deseja realizar, como anjo, por ano?

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

9. Qual a participação acionária desejada (em percentuais)?

Mínima _____ Máxima _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: Inserir linha de "média"

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

10. Qual montante (em reais) está disposto a investir em cada oportunidade?

Mínimo _____ Máximo _____

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: Inserir linha de "média"

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

14. O fato da *startup* receber ou já ter recebido algum tipo de financiamento público interfere na sua decisão de Investimento?

() Sim () Não

Se sim, o financiamento público interfere de qual forma em sua decisão de investimento?

() de forma positiva () de forma negativa

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: inserir a opção "em termos"

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento

Pesquisas científicas destacam 9 critérios de seleção de investimento como sendo os mais relevantes para os investidores anjo do Brasil. Esses critérios estão listados no quadro abaixo.

Quais deles você considera os 3 mais importantes?

Instrução de preenchimento: Assinale com um X os 3 critérios que são mais importantes, em sua opinião.

Critérios	Entendimento	
Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.	
Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade.	
Rentabilidade	Informações de rentabilidade projetadas.	

Perspectiva de retorno favorável	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.	
Disponibilidade de <i>smart money</i>	Possibilidade de contribuir com sua experiência e conhecimento em novos negócios / de atuar na gestão do empreendimento.	
<i>Expertise</i> de domínio do(s) empreendedor(es)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança.	
Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.	
Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	Credibilidade, honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciados por uma fonte confiável.	
Time de gestão	Outros critérios comportamentais do empreendedor / time de gestão como 'resiliência' (capacidade de se adaptar a situações diversas).	

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: A coluna "entendimento" parece desnecessária

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

Em uma escala de 1 a 5, aponte o grau de importância de cada um dos critérios de seleção.

Instrução de preenchimento: Assinalar com um X o grau de importância de cada um dos critérios de seleção.

Sendo: 1 = sem importância
 2 = pouco importante
 3 = importante
 4 = muito importante
 5 = extremamente importante

Critérios	Entendimento	Grau de Importância				
		1	2	3	4	5
Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.					
Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade.					
Rentabilidade	Informações de rentabilidade projetadas.					
Perspectiva de retorno favorável	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.					
Disponibilidade de <i>smart money</i>	Possibilidade de contribuir com sua experiência e conhecimento em novos negócios / de atuar na gestão do empreendimento.					
<i>Expertise</i> de domínio do(s) empreendedor(es)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança.					
Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.					
Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	Credibilidade, honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciados por uma fonte confiável.					
Time de gestão	Outros critérios comportamentais do empreendedor / time de gestão como 'resiliência' (capacidade de se adaptar a situações diversas).					

Para uso do comitê de especialistas:

A redação está clara? () Sim () Não

Sugestão de melhoria: Idem ao anterior. A coluna "entendimento" parece desnecessária

O conteúdo é relevante? () Sim () Não

Apêndice B - Questionário

Esta pesquisa acadêmica tem como intenção identificar quais critérios de seleção são priorizados pelo Investidores Anjo em suas decisões de investimento em *startup* (novas empresas de base tecnológica, ou seja, novos modelos de negócios, permeados de tecnologia e organizados de forma mais fluida).

Perfil e Motivação do Investidor

1. Qual sua idade? _____

2. Gênero

** marcar apenas uma das alternativas possíveis.*

() Mulher

() Homem

3. Em qual cidade você reside? _____

4. Áreas geográficas na qual atuou, ou atua, como investidor anjo.

** marcar mais de uma alternativa, se necessário.*

() Território Nacional

() Estado de São Paulo

() Outros Estados: _____

() Fora do Brasil

5. Escolaridade

** marcar apenas uma das alternativas possíveis.*

() ensino fundamental completo

() ensino médio completo

() graduação incompleta

() graduação completa

() MBA / Pós-graduação

() Mestrado

() Doutorado

6. Você já teve experiência anterior como empreendedor?

** marcar apenas uma das alternativas possíveis.*

() Sim

() Não

Se sim, aponte o tempo aproximado que durou a experiência: _____

7. Em que ano você fez seu primeiro investimento anjo? _____

8. Quantos projetos já foram objeto de investimento anjo de sua parte? _____

9. Do total de projetos dos quais participou, quantos considera bem-sucedidos do ponto de vista de seus interesses? _____

10. Você se envolveu, ou se envolve, na rotina operacional dos investimentos já feitos?

** marcar apenas uma das alternativas possíveis.*

() Sim () Não

11. Aponte entre as opções abaixo aquela que melhor representa sua motivação para investir.

** marcar apenas uma das alternativas possíveis.*

Motivação	
Possibilidade de maior ganho ou rentabilidade relativa a outras opções de investimento	<input type="checkbox"/>
Confiança no empreendedor ou equipe gerencial	<input type="checkbox"/>
Possibilidade de diversificar seu portfólio de investimento	<input type="checkbox"/>
Satisfação pessoal em se manter ativo e atualizado participando de iniciativas empreendedoras	<input type="checkbox"/>

Outra que você gostaria de citar: _____

10. Com que importância, o fato da *startup* receber ou já ter recebido algum tipo de apoio financeiro de origem pública (financiamento a fundo perdido, crédito ou incentivo fiscal, etc), interfere na sua decisão de investimento?

** marcar apenas uma das alternativas possíveis.*

Sem Importância	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
<input type="checkbox"/>				

Comportamento do Investidor

Situação A: Cenário otimista (com crescimento da economia brasileira acima de 4% ao ano).

A1. Em um cenário otimista, em quantos projetos você deseja investir, como anjo, por ano? _____

A2. Em um cenário otimista, qual montante (em reais) você deseja investir, como anjo, em cada oportunidade?

Mínimo _____ Máximo _____

A3. Em um cenário otimista, qual tempo máximo, em anos, esperado de retorno do investimento (período de payback)? _____

A4. Em um cenário otimista, qual a participação acionária desejada (em percentuais)?

Mínima _____ Máxima _____

A5. Em um cenário otimista, qual a taxa anual (em percentual) desejada de retorno do investimento? _____

Situação B: Cenário pessimista (com crescimento da economia brasileira igual ou inferior a 1% ao ano).

B1. Em um cenário pessimista, em quantos projetos você deseja investir, como anjo, por ano? _____

B2. Em um cenário pessimista, qual montante (em reais) você deseja investir, como anjo, em cada oportunidade?

Mínimo _____ Máximo _____

B3. Em um cenário pessimista, qual tempo máximo, em anos, esperado de retorno do investimento (período de payback)? _____

B4. Em um cenário pessimista, qual a participação acionária desejada (em percentuais)?

Mínima _____ Máxima _____

B5. Em um cenário pessimista, qual a taxa anual (em percentual) desejada de retorno do investimento? _____

Critérios de investimentos – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento

Pesquisas científicas destacam 9 critérios de seleção de investimento como sendo os mais relevantes para os investidores anjo do Brasil. Esses critérios estão listados no quadro abaixo.

Quais deles você considera os 3 mais importantes?

Instrução de preenchimento: Assinale com um X os 3 critérios que são mais importantes, em sua sua opinião.

Critérios	Entendimento	
Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.	
Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade.	
Rentabilidade	Informações de rentabilidade projetadas.	
Perspectiva de retorno favorável	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.	
Disponibilidade de <i>smart money</i>	Entende-se por " <i>smart money</i> " a situação na qual quem financia também participa da gestão do novo empreendimento.	
<i>Expertise</i> de domínio do(s) empreendedor(es)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança.	
Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.	
Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	Credibilidade, honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciados por uma fonte confiável.	
Time de gestão	Outros critérios comportamentais do empreendedor / time de gestão como 'resiliência' (capacidade de se adaptar a situações diversas).	

Em uma escala de 1 a 5, aponte o grau de importância de cada um dos critérios de seleção.

Instrução de preenchimento: Assinalar com um X o grau de importância de cada um dos critérios de seleção.

Sendo: 1 = sem importância
 2 = pouco importante
 3 = importante
 4 = muito importante
 5 = extremamente importante

Critérios	Entendimento	Grau de Importância				
		1	2	3	4	5
Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.					
Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade.					
Rentabilidade	Informações de rentabilidade projetadas.					
Perspectiva de retorno favorável	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.					
Disponibilidade de <i>smart money</i>	Entende-se por " <i>smart money</i> " a situação na qual quem financia também participa da gestão do novo empreendimento.					
<i>Expertise</i> de domínio do(s) empreendedor(es)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança.					
Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.					
Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	Credibilidade, honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciados por uma fonte confiável.					
Time de gestão	Outros critérios comportamentais do empreendedor / time de gestão como 'resiliência' (capacidade de se adaptar a situações diversas).					

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social

Com relação à interação social no processo decisório do investidor anjo do Brasil, as perguntas a seguir têm como objetivo averiguar a influência do vínculo social no processo de decisão de investimento a partir de 5 critérios propostos.

Critério 1: amigo em comum

1.1. Para você é importante ter amigo em comum com o empreendedor? Entende-se por ter amigo em comum com o empreendedor o fato de você ter alguém que seja seu amigo e também amigo do(s) empreendedor(es). Justifique.

1.2. Qual o grau de importância de ter amigo em comum com o empreendedor?

Sem Importância	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
<input type="checkbox"/>				

1.3. Você já considerou o fato de ter amigo em comum com o empreendedor em seu processo de decisão de investimento? () Sim () Não

Comente se desejar _____

1.4. Com qual frequência ter amigo em comum com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?

Nunca	Raramente	Algumas vezes	Frequentemente	Sempre
<input type="checkbox"/>				

Critério 2: relacionamento profissional anterior

2.1. Para você é importante ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor? Entende-se por ter tido relacionamento profissional anterior com o(s) empreendedor(es) o fato de você já ter trabalhado na mesma organização que o empreendedor ou ter tido contato profissional com ele, mesmo que atuando em organizações diferentes. Justifique.

2.2. Qual o grau de importância de ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor?

Sem Importância	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
<input type="checkbox"/>				

2.3. Você já considerou o fato de ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor em seu processo de decisão de investimento?

() Sim () Não

Comente se desejar _____

2.4. Com qual frequência ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?

Nunca	Raramente	Algumas vezes	Frequentemente	Sempre
<input type="checkbox"/>				

Critério 3: amizade direta com o empreendedor

Define-se, para fins desta pesquisa, **amigo** como sendo a pessoa com a qual se mantém um relacionamento de afeto, confiança e proximidade.

3.1. Para você é importante ter amizade com o empreendedor? Entende-se por ter amizade com o(s) empreendedor(es) o fato de você ter relacionamento de amizade anterior com o(s) empreendedor(es). Justifique.

3.2. Qual o grau de importância de ter amizade com o empreendedor?

Sem Importância	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
<input type="checkbox"/>				

3.3. Você já considerou o fato de ter amizade com o empreendedor em seu processo de decisão de investimento? () Sim () Não

Comente se desejar _____

3.4. Com qual frequência ter amizade com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?

Nunca	Raramente	Algumas vezes	Frequentemente	Sempre
<input type="checkbox"/>				

Critério 4: a *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional

4.1. Para você é importante a *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional? Entende-se por mentor o profissional que acompanha todo ou uma parte do ciclo de vida de uma *startup*, um projeto ou negócio, apoiando o seu desenvolvimento com experiência, conhecimento e abrindo portas com sua rede de relacionamento. Justifique.

4.2. Qual o grau de importância da *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional?

Sem Importância	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
<input type="checkbox"/>				

4.3. Você já considerou o fato da *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional em seu processo de decisão de investimento?

() Sim () Não

Comente se desejar _____

4.4. Com qual frequência o fato da *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional influencia sua decisão de investimento?

Nunca	Raramente	Algumas vezes	Frequentemente	Sempre
<input type="checkbox"/>				

Critério 5: indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional

5.1. Para você é importante a indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional? Entende-se por indicação de amigo / familiar ou contato profissional o fato de você receber indicação da *startup* de amigo/ familiar ou pessoa com a qual você se relacionou ou se relaciona profissionalmente. Justifique.

5.2. Qual o grau de importância da indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional?

Sem Importância	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
<input type="checkbox"/>				

5.3. Você já considerou a indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional em seu processo de decisão de investimento?

() Sim () Não

Comente se desejar _____

5.4. Com qual frequência a indicação de oportunidade de investimento por um amigo / familiar ou contato profissional influencia sua decisão de investimento?

Nunca	Raramente	Algumas vezes	Frequentemente	Sempre
<input type="checkbox"/>				

Contribuição para pesquisas futuras

Existe algum critério de seleção que você considera relevante no processo de decisão de investimento e não foi citado nesta entrevista? Qual? Explique sua resposta.

Apêndice C – Termo de consentimento

Termo de Consentimento Livre e Esclarecido

Você está sendo convidado para participar como voluntário de uma pesquisa intitulada *Investidor Anjo no Brasil: um estudo sobre os critérios de seleção de investimento*, proposta pela Universidade Municipal de São Caetano do Sul, que está descrita em detalhes abaixo.

Para decidir se você deve concordar ou não em participar desta pesquisa, leia atentamente todos os itens a seguir que irão informá-lo e esclarecê-lo de todos os procedimentos, riscos e benefícios pelos quais você passará.

1. Identificação do(a) voluntário(a) da pesquisa:

Nome: _____ Gênero: _____
 Identidade: _____ Órgão Expedidor _____
 Data de Nascimento: ____ / ____ / ____ Naturalidade: _____
 Endereço: _____ Nº: _____ Compl: _____
 CEP: ____ - ____ Cidade: _____ Estado: _____ Telefone: () _____

2. Objetivo da pesquisa:

O objetivo primário deste trabalho é identificar quais critérios de seleção de investimento são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil.

3. Descrição dos procedimentos realizados:

O procedimento metodológico realizado se iniciou com uma pesquisa bibliográfica exploratória acerca do tema; pesquisa essa que permitiu a elaboração de um framework e de um questionário de pesquisa para entrevista semiestruturada. De posse do questionário de pesquisa, os entrevistados serão visitados e obtidos dados e percepções sobre os critérios de seleção de investimento que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil. Posteriormente será feita análise e discussão dos resultados obtidos, finalizando a pesquisa com as considerações finais.

4. Descrição dos desconfortos e riscos e/ou benefícios da pesquisa:

RISCOS MINIMOS: há possibilidade de algum desconforto ou risco na pesquisa, na medida em que o entrevistado responderá perguntas relacionadas à sua intenção e critérios de seleção de investimento.

Os desconfortos ou riscos na pesquisa estão relacionados às questões que serão feitas e às respostas a serem obtidas. Para algumas questões o investidor terá que mencionar sua intenção quanto aos valores a serem investidos e seus critérios de seleção de investimento, o que pode causar algum constrangimento ou desconforto.

Tais questões estão relacionadas ao comportamento do investidor e seus critérios de seleção de investimento, as respostas podem expor o investidor.

Os achados da pesquisa poderão contribuir com o acúmulo de conhecimento acadêmico e, poderão também, facilitar a adoção de postura mais adequada por parte dos empreendedores, frente àquilo que os investidores anjo anseiam.

5. Despesas, compensações e indenizações:

Não haverá despesa e nem compensação financeira relacionada à sua participação nessa pesquisa. Você tem garantida a disponibilidade de tratamento médico e indenização em caso de danos que os justifiquem e que sejam diretamente causados pelos procedimentos da pesquisa (nexo causal comprovado).

6. Direito de confidencialidade:

Você tem assegurado que todas as suas informações pessoais obtidas durante a pesquisa serão consideradas estritamente confidenciais e os registros e imagens estarão disponíveis apenas para os pesquisadores envolvidos no estudo. Os resultados obtidos nessa pesquisa poderão ser publicados com fins científicos, mas sua identidade será mantida em sigilo.

Caso suas dúvidas não sejam resolvidas pelos pesquisadores ou seus direitos sejam negados, favor recorrer ao Comitê de Ética em Pesquisa da Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS), localizado na R. Santo Antônio, 50 – Centro, Campus Centro da USCS, São Caetano do Sul. Fone (11) 4239 3217, ou ainda através do e-mail: cep.uscs@uscs.edu.br

CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

Eu fui informado verbalmente e por escrito sobre os dados dessa pesquisa e minhas dúvidas com relação à minha participação foram satisfatoriamente respondidas.

Tive tempo suficiente para decidir sobre minha participação e concordo voluntariamente em participar desta pesquisa. Sei que poderei retirar o meu consentimento a qualquer hora, antes ou durante a mesma, sem penalidades, prejuízo ou perda de qualquer benefício que eu possa ter adquirido.

Assino o presente documento em duas vias de igual teor e forma, ficando uma em minha posse.

São Caetano do Sul, _____ de _____ de _____

Voluntário

Pesquisador responsável Bruna B. Maiellaro